

Vietnam Economic & Stock Market Outlook

2020

**TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC NHỜ DÒNG VỐN ĐẦU TƯ
NƯỚC NGOÀI | MBS Research**



Nội dung chính

Một năm trước, khi các chuyên gia phân tích và nhà đầu tư toàn cầu còn tranh luận liệu nền kinh tế thế giới có đang bắt đầu bước vào giai đoạn hậu chu kỳ, quan điểm chung đạt được là nền kinh tế toàn cầu sẽ không rơi vào suy thoái trong năm 2019 – điều đã được dự báo chính xác, mặc dù tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại vẫn là quan ngại lớn cho các nhà đầu tư.

Bước sang 2020, các chiến lược gia và nhà phân tích thậm chí còn lạc quan hơn, ngay cả khi các vấn đề thương mại, và bất ổn chính trị sẽ tiếp tục đe dọa các thị trường toàn cầu. Tuy nhiên, xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa sẽ hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2020, giúp chu kỳ tăng trưởng của TTCK thế giới tiếp tục được kéo dài.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng:

- Kinh tế Việt Nam năm 2020 tăng trưởng tích cực với triển vọng vĩ mô ổn định. GDP dự báo tăng khoảng 6,8% so với năm 2019; CPI bình quân tăng dưới 4%; tổng kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng 7% so với năm 2019. Việt Nam sẽ xuất siêu khoảng 9 tỷ USD cho năm 2020.
- Triển vọng TTCK Việt Nam cũng lạc quan hơn trong năm 2020 nhờ động lực từ tăng trưởng kinh tế duy trì ở mức cao, xu hướng dòng vốn nước ngoài tăng trưởng dương, kỳ vọng Luật chứng khoán sửa đổi mang lại sự thay đổi mang tính nền tảng, cùng với đó là cơ hội từ việc triển khai các giải pháp nâng hạng thị trường.
- Rủi ro lớn nhất đối với TTCK Việt Nam năm 2020 vẫn nằm ở các yếu tố bên ngoài như ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại, xu hướng dòng vốn quốc tế và sự suy giảm của kinh tế Trung Quốc. Trong khi đó, rủi ro tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết còn tồn tại nhưng với áp lực thấp khi lợi nhuận ròng toàn thị trường đang có dấu hiệu phục hồi nhờ các ngành Ngân hàng và Bất động sản.

Về diễn biến thị trường:

- Xu hướng đi ngang trong ¾ thời gian của năm 2019 có thể kéo dài sang năm 2020, với điểm số dao động trong khung hẹp nhưng thanh khoản có thể sẽ cải thiện đáng kể so với năm 2019 nhờ **(i) Quá trình cổ phần hóa và bán vốn nhà nước (ii) Luật chứng khoán sửa đổi; (iii) Dòng vốn đầu tư nước ngoài gia tăng trở lại qua các kênh ETFs, và 4) Sự ra đời các sản phẩm mới như chứng quyền.**
- **Kịch bản lạc quan 2020:** Chỉ số VN-Index có thể dao động trong khoảng cận dưới 960 điểm và cận trên 1.176 điểm, tăng 22,40% so với năm 2019 (tính theo mốc điểm cao nhất có khả năng đạt được)
- **Kịch bản cơ sở 2020:** Chỉ số VN-Index có thể dao động trong khoảng cận dưới 934 điểm với cận trên 1.075 điểm tăng 11,78% so với năm 2019 (tính theo mốc điểm cao nhất có khả năng đạt được)

Năm 2020 tiếp tục là năm dòng tiền sẽ rất chọn lọc và tập trung vào một số ngành tiêu biểu có nền tảng tăng trưởng tốt như: **Ngân hàng; Hàng tiêu dùng, bán lẻ; Công nghệ, phần mềm, viễn thông; Năng lượng, điện nước, vật liệu.**

Cổ phiếu được khuyến nghị: MWG, VNM, PNJ, FPT, VRE, HPG, MBB, TCB, VCB, HND, REE, POW...

Nội dung chính

Quan điểm của MBS về các Ngành chính trong năm 2020:

- **Bán lẻ & hàng tiêu dùng:** Việt Nam đang có lợi thế : (1) Tầng lớp trung lưu càng tăng; (2) Tốc độ đô thị hóa nhanh; (3) Có 40% dân số dưới 24 tuổi. Đây là 3 lý do chính khiến cho các chuỗi bán lẻ tại Việt Nam như Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ), Thế Giới Di Động (MWG) đang có mức tăng trưởng lợi nhuận từ 20% - 40%, cao hơn rất nhiều so với nhiều ngành khác. Chính vì vậy chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho MWG. Mặc dù doanh thu của PNJ trong năm 2020 sẽ gặp nhiều bất lợi do nhu cầu có thể bị giảm trong ngắn hạn nhưng về lâu dài PNJ vẫn là khoản đầu tư hấp dẫn.
- **Công nghệ:** Chúng tôi kỳ vọng vào mức tăng trưởng cao của FPT nhờ vào thị trường số hóa (DX) trị giá 1,100 tỉ đô vào năm 2019. Tốc độ tăng trưởng nhanh gấp 2 lần ngành IT nói chung, tăng 12.1% mỗi năm. Thị trường này rất lớn và nhu cầu có thể đến 19,000 tỉ đô trong khi đó doanh thu toàn cầu hiện tại chỉ 958 tỉ đô.
- **Ngân Hàng:** Dựa trên diễn biến ngành ngân hàng trong năm 2019, chúng tôi khuyến nghị những cổ phiếu ngân hàng có thể đáp ứng nhu cầu về vốn tối thiểu trong dài hạn, có thể mở rộng hoạt động cho vay hướng về tín dụng bán lẻ, và có mức định giá hợp lý.
- **SX&PP Điện:** Trong ngành điện, chúng tôi tập trung vào các cổ phiếu NT2 (CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2) và HND (CTCP Nhiệt điện Hải Phòng). Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp này có khả năng đạt tỷ lệ huy động điện cao khi sản lượng từ thủy điện sụt giảm. Bên cạnh đó, với bản chất cổ phiếu phòng thủ, NT2 và HND thường duy trì tỷ suất cổ tức ở mức 6% - 11%/năm.
- **BDS bán lẻ:** Với dự định mở trung tâm thương mại mới, VRE kì vọng sẽ mở thêm 13, 27 và 27 trung tâm lần lượt vào 2019, 2020 and 2021. LN ròng sẽ tăng khoảng 27-28% trong vòng 3 năm tới dựa vào việc tiền thuê cao từ các trung tâm mới.
- **Ngành thép.** Mặc dù cạnh tranh rất căng thẳng từ sản xuất trong nước và áp lực từ biến động thế giới, chúng tôi vẫn đánh giá ngành thép Việt Nam có nhiều triển vọng trong tương lai dài do những thuận lợi về mặt kinh tế, các dự án cơ sở hạ tầng đầy tham vọng do nhà nước và vốn FDI.
- **Hàng không:** Cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn. Bamboo Airways cùng các hãng hàng không tiềm năng khác sẽ gây nhiều khó khăn hơn cho Vietnam Airlines và VietjetAir. Thị phần được cơ cấu lại cùng biên lợi nhuận thấp hơn do cạnh tranh giá vé sẽ tác động bất lợi tới tăng trưởng lợi nhuận hai anh cả ngành hàng không. Lưu lượng hành khách tiếp tục tăng trưởng bất chấp quá tải nhà ga. Với một đường băng, một sân bay bất kỳ có khả năng phục vụ hơn 15 triệu hành khách chừng nào cơ sở hạ tầng như đường lăn, sân đỗ, nhà ga đồng bộ tương xứng. Theo kế hoạch đầu tư, tốc độ tăng trưởng nhanh sẽ được đảm bảo với những sân bay được mở rộng lớn hơn.
- **Dầu khí:** Tình trạng dư cung sẽ được tránh nếu các nước OPEC+ kí được hiệp định giảm sản xuất, giá dầu trong năm 2020 sẽ ổn định. Công ty dầu khí nhà nước - Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và nhiều công ty con tiếp tục gây ảnh hưởng lớn đến tất cả các khía cạnh của ngành năng lượng Việt Nam, mặc dù Chính phủ đã bắt đầu thực hiện các bước tự do hóa và tư nhân hóa thị trường. Trong 4 năm qua, PVN đã và đang thực hiện tái cấu trúc nguồn nhân lực quản lý cấp cao. Chúng tôi cho rằng hoạt động này đã từng bước đưa PVN vượt qua khó khăn và triển ổn định cho giai đoạn sắp tới.

Nội dung chính

Triển vọng kinh tế năm 2020

- **Kinh tế thế giới:** Chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng hỗ trợ tăng trưởng 2020.....05
- **Kinh tế Việt Nam:** Tăng trưởng tích cực với triển vọng vĩ mô ổn định.....20

Xu hướng thị trường chứng khoán năm 2020

- **TTCK thế giới:** Chu kỳ tăng trưởng tiếp tục được kéo dài nhờ chính sách nới lỏng của NHTW.....34
- **TTCK Việt Nam:** Triển vọng lạc quan hơn trong 2020 nhờ xu hướng dòng vốn đầu tư nước ngoài49

Triển vọng Ngành và cổ phiếu trong năm 2020

- **Bán lẻ hàng tiêu dùng:** “*Những gã khổng lồ đang loay hoay với câu chuyện tăng trưởng*”70
- **Công nghệ:** *Tiềm năng từ chuyển đổi số*.....88
- **Ngân hàng:** *Tập trung vào chất lượng tài sản*.....98
- **BDS bán lẻ:** *Nhu cầu tích cực đến từ tốc độ đô thị hóa tiếp tục tăng cao*.....134
- **Thép:** *Nhu cầu trong nước duy trì tăng trưởng, tuy nhiên có dấu hiệu chậm lại*.....150
- **Điện:** *Tập trung vào nhiệt điện khi thủy điện tiếp tục gặp khó trong 2020*117
- **Hàng không:** *Vươn tới những tầm cao*.....164
- **Dầu khí:** *Triển vọng tích cực hơn trong lĩnh vực khí đốt*.....181



Macro outlook



Stock market outlook



Key investment themes



Stock picks

Triển vọng kinh tế thế giới và Việt Nam năm 2020

- **Kinh tế thế giới: Chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng hỗ trợ tăng trưởng 2020**
 - Kinh tế Mỹ: Tăng trưởng tiếp tục suy yếu do tính chu kỳ, kỳ vọng chính sách tiền tệ kích thích kinh tế
 - Kinh tế Trung Quốc: Xu hướng suy giảm tăng trưởng dài hạn, nhiều rủi ro mang tính cấu trúc
 - Kinh tế Châu Âu: Ổn định với mức tăng trưởng thấp, rủi ro 'Nhật Bản hóa' cao
- **Kinh tế Việt Nam tăng trưởng tích cực với triển vọng vĩ mô ổn định**
 - Triển vọng dài hạn tích cực nhờ giai đoạn dân số vàng, tư nhân hóa và tăng cường mở cửa nền kinh tế
 - Triển vọng ngắn hạn ổn định nhờ sự điều hành hợp lý của Chính phủ và NHNN



Macro outlook



Stock market outlook



Key investment themes



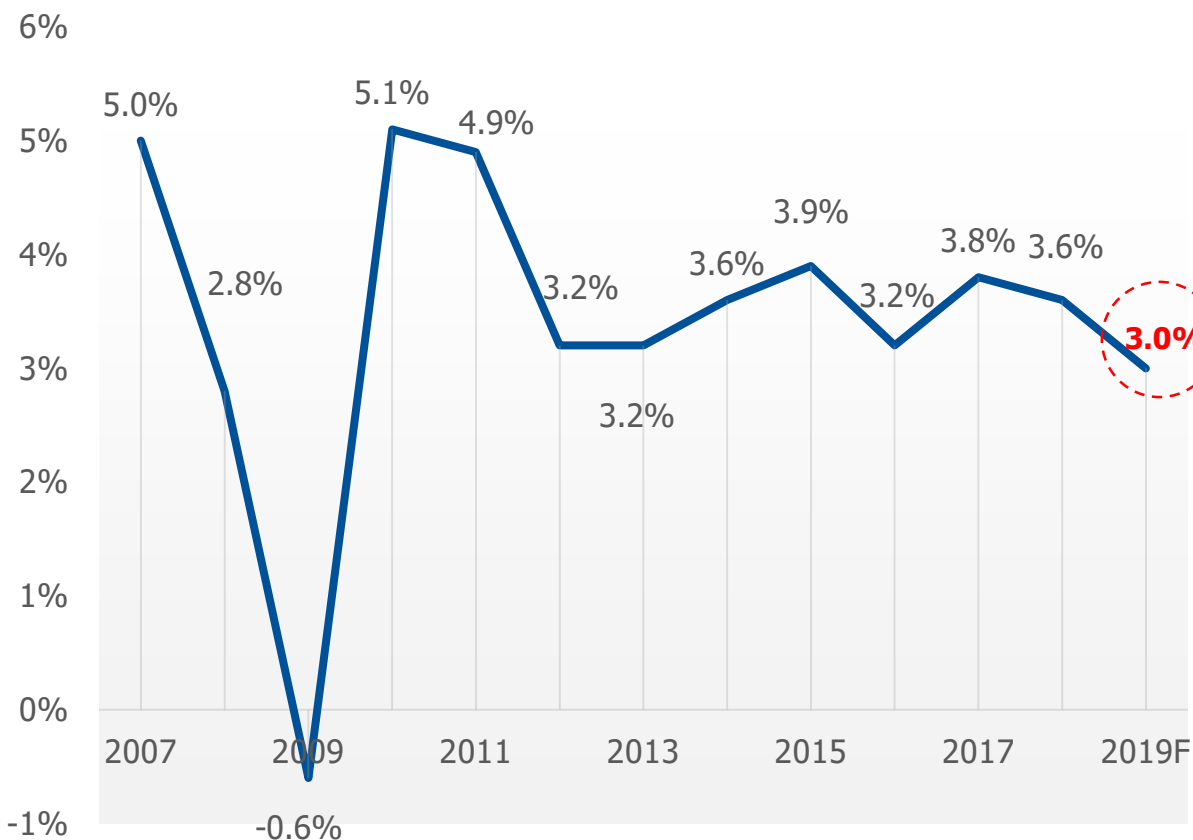
Stock picks

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI

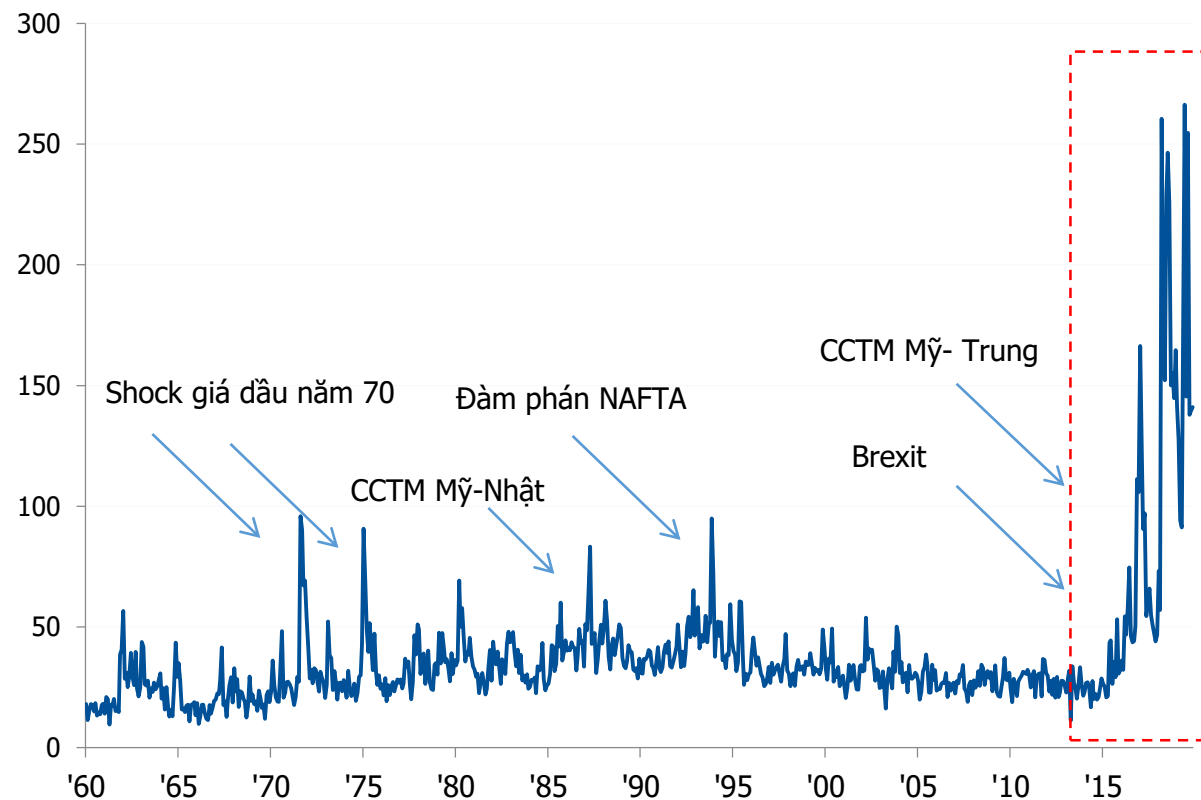
Tăng trưởng kinh tế thế giới suy giảm mạnh trong năm 2019 do bất ổn về chính sách thương mại

Kinh tế thế giới suy giảm tăng trưởng trong năm 2019 dự báo giảm về mức 3% do Mỹ, Trung Quốc và EU đều tăng trưởng yếu khi các nền kinh tế này đang ở giai đoạn cuối của chu kỳ tăng trưởng, đồng thời do những bất ổn trong chính sách thương mại toàn cầu ngày càng gia tăng. Căng thẳng thương mại gây khó khăn cho hoạt động sản xuất xuất khẩu của doanh nghiệp, ngành công nghiệp sản xuất của các quốc gia có độ mở của nền kinh tế lớn như Đức, Nhật, Hàn Quốc bị ảnh hưởng nghiêm trọng.

Tăng trưởng kinh tế toàn cầu (%)



Chỉ số bất ổn chính sách thương mại (Trade policy uncertainty index)



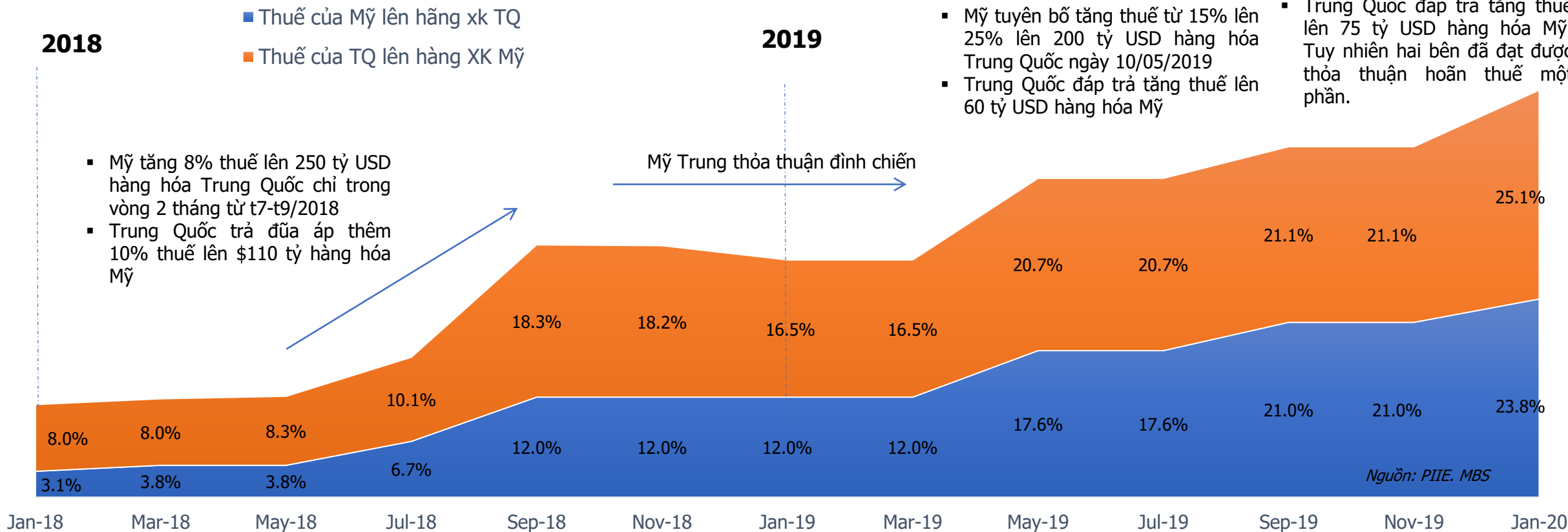
Nguồn: IMF, TPU được phát triển bởi Caldara, Lacoviello, Molligo, Prestipino và Raffo

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI

Thuế quan tăng mạnh khiến hoạt động của doanh nghiệp quốc tế khó khăn

Thuế quan áp lên hàng hóa xuất khẩu giữa Mỹ và Trung Quốc đã tăng mạnh do chiến tranh thương mại giữa hai nước leo thang từ tháng 7 năm 2018, mức thuế bình quân Trung Quốc áp lên hàng hóa xuất khẩu của Mỹ tăng 2,5 lần từ mức 8% lên 21,1%, trong khi mức thuế quan của Mỹ lên hàng hóa xuất khẩu TQ tăng 7 lần từ 3,1% lên 21% (đến tháng 11/2019). Mức thuế bình quân tăng lên mức trên 20% khiến giá thành sản phẩm tăng, qua đó giảm nhu cầu tiêu dùng, gây khó khăn cho hoạt động kinh doanh của các nhà sản xuất.

Mức thuế quan trung bình lên hàng hóa xuất khẩu giữa Mỹ và TQ (%)

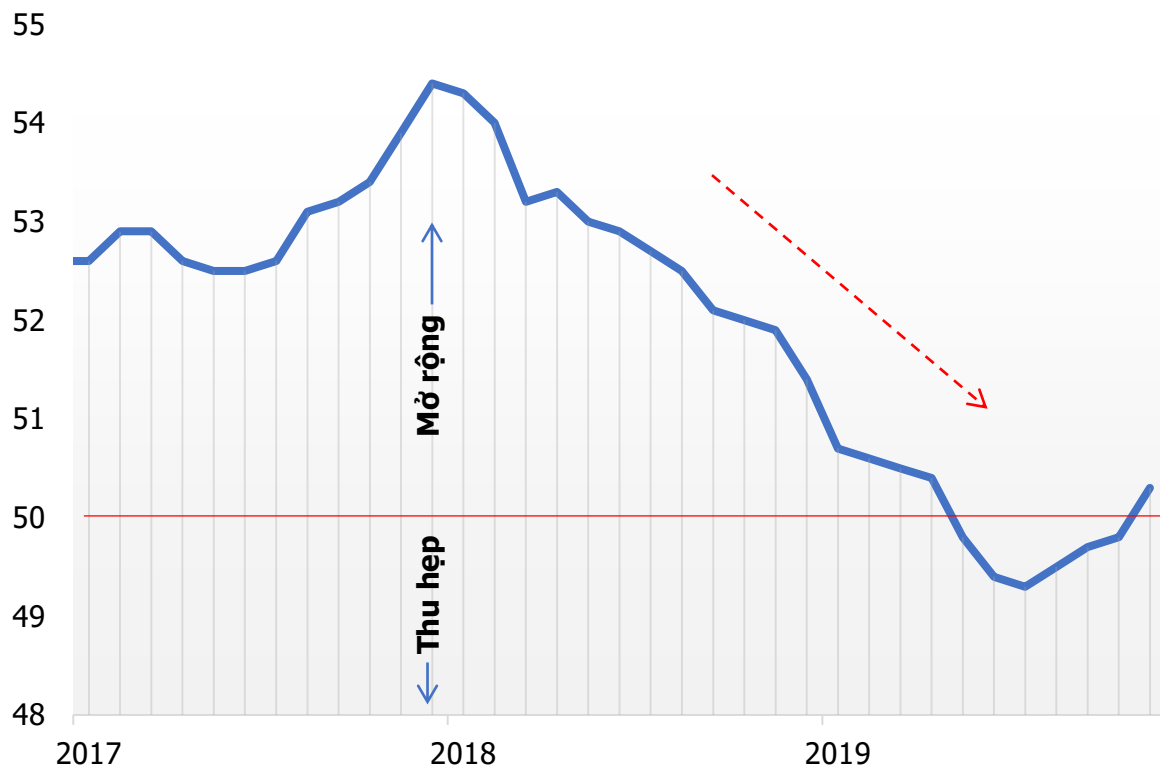


DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI

Sản xuất suy yếu tại tất cả các nền kinh tế lớn

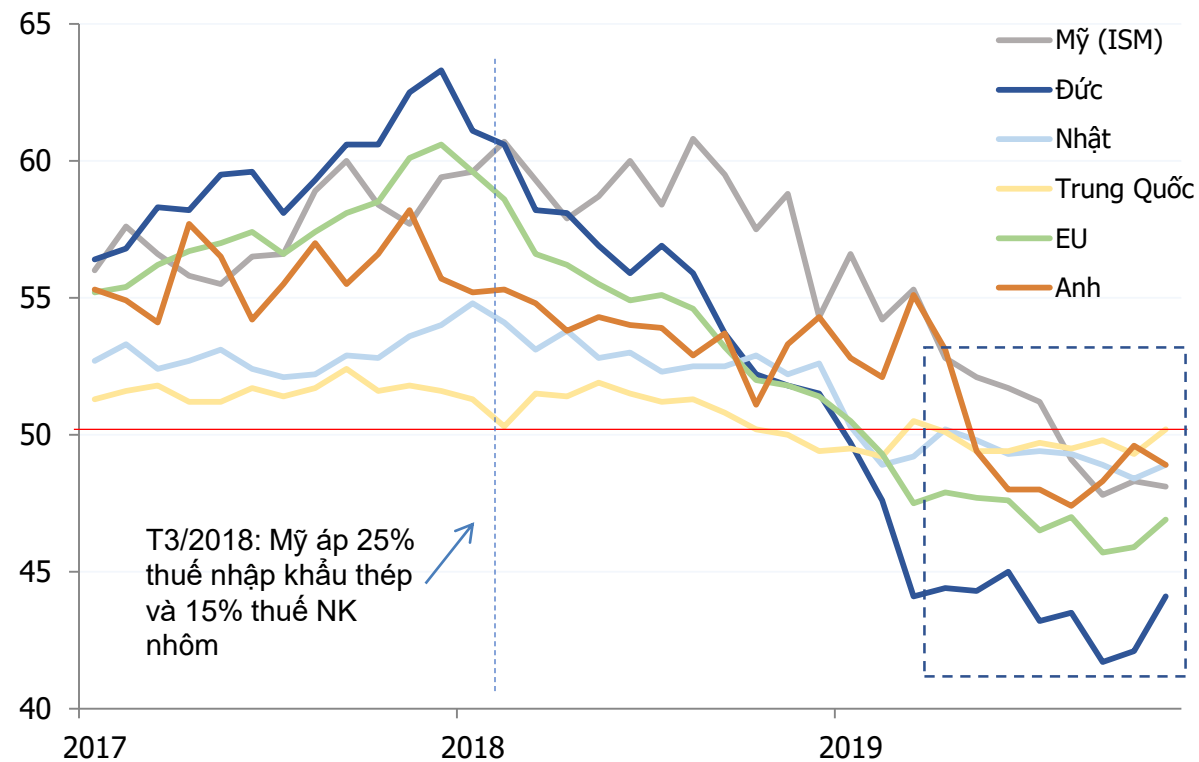
Sản xuất tại các nền kinh tế lớn trên thế giới như Mỹ, Trung Quốc, EU và Nhật Bản đều đang ở mức yếu nhất kể từ năm 2012. Các quốc gia có độ mở kinh tế lớn không tránh khỏi ảnh hưởng của Chiến tranh thương mại. Với lĩnh vực sản xuất chiếm 20% GDP, xuất khẩu đạt 47% GDP, Đức là một trong những quốc gia chịu tác động tiêu cực của Chiến tranh thương mại: chỉ số PMI sản xuất của Đức liên tục bị thu hẹp 11 tháng liên tiếp kể từ đầu năm, hiện về mức 44,1 điểm, kinh tế Đức đã chính thức suy thoái về mặt kỹ thuật khi GDP Q2 giảm -0,2% q-o-q.

Chỉ số PMI sản xuất thế giới JPMorgan



Nguồn: Bloomberg. MBS

Chỉ số PMI sản xuất các quốc gia

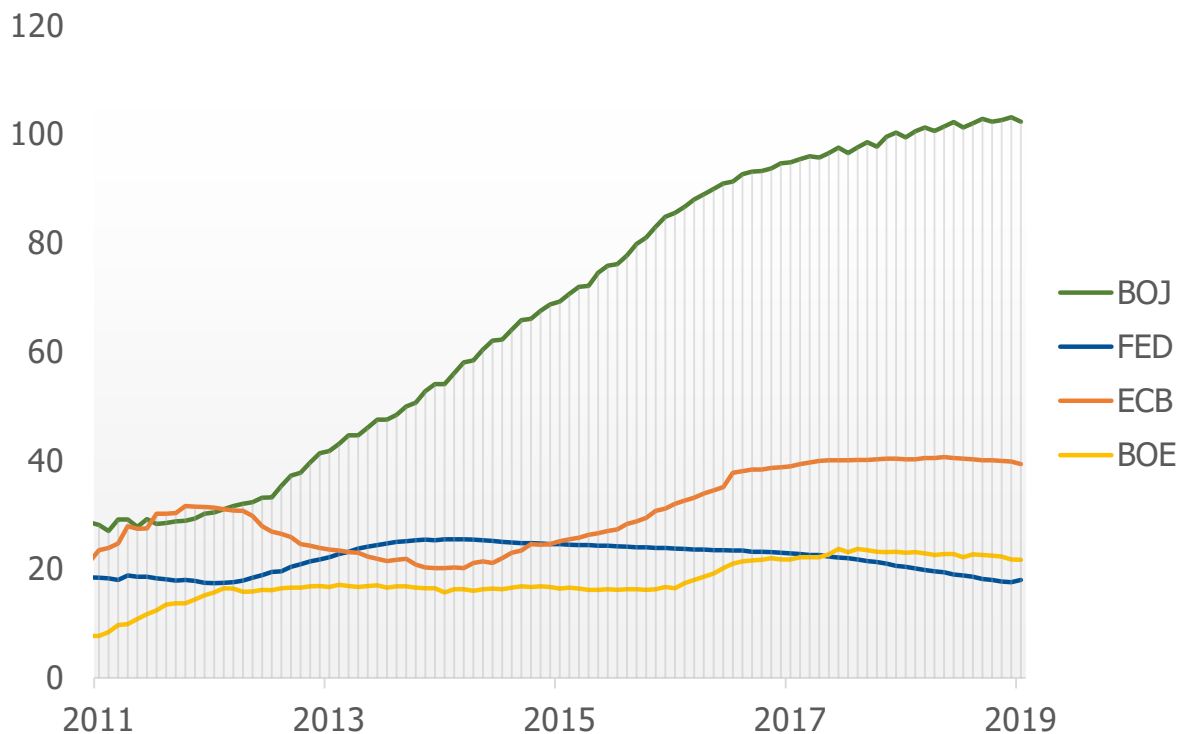


DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI

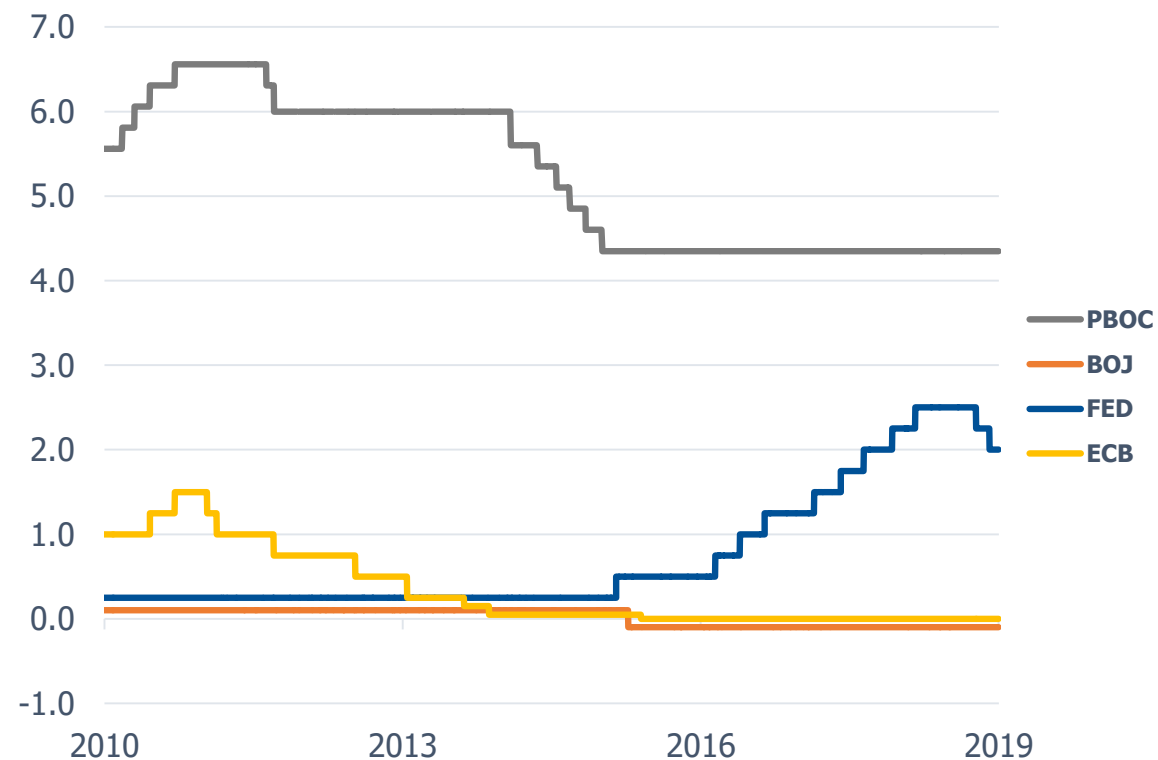
NHTW đồng loạt áp dụng chính sách tiền tệ nới lỏng và tung các gói QE để kích thích nền kinh tế

Căng thẳng thương mại khiến rủi ro suy thoái kinh tế tăng cao, các NHTW lớn trên thế giới đồng loạt nới lỏng chính sách tiền tệ để kích thích tăng trưởng kinh tế. FED 3 lần điều chỉnh giảm lãi suất điều hành với tổng mức giảm 75 điểm cơ bản, về mức 1,5%-1,75%. ECB và BOJ tiếp tục duy trì mức lãi suất âm. FED đã bắt đầu chương trình mua trái phiếu chính phủ kỳ hạn ngắn để tăng thanh khoản cho thị trường tài chính với quy mô 60 tỷ USD/tháng từ t10/2019. ECB cũng bắt đầu chương trình mua tài sản với quy mô 20 tỷ EUR/tháng. Tác động của các chính sách này trong việc hồi phục tăng trưởng kinh tế thế giới vẫn cần được tiếp tục theo dõi.

Bảng cân đối kế toán của các NHTW (% GDP)



Lãi suất điều hành các NHTW lớn trên thế giới (%)



Nguồn: Bloomberg.

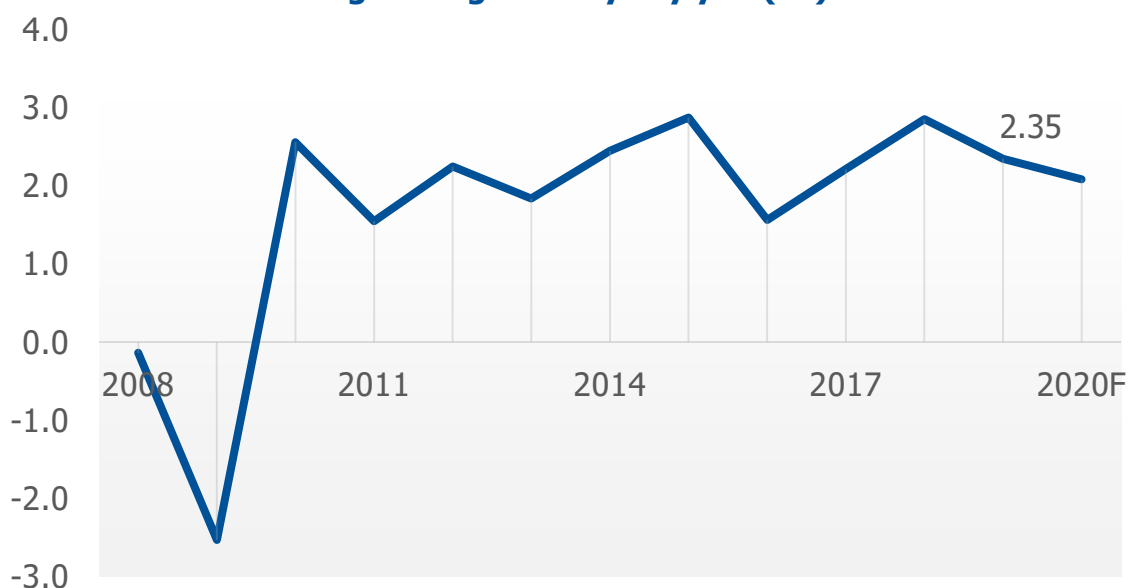
KINH TẾ MỸ

Tăng trưởng chậm lại và ở giai đoạn cuối chu kỳ

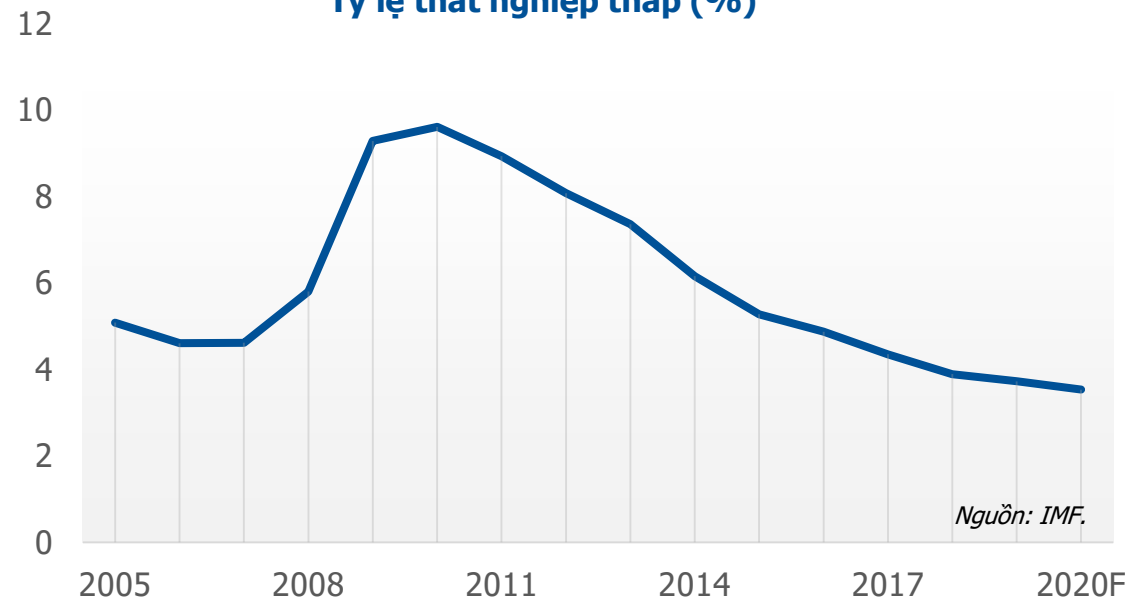
Kinh tế Mỹ đang cho thấy những dấu hiệu tương đối rõ của giai đoạn cuối chu kỳ kinh tế bao gồm thị trường lao động ở mức toàn dụng, chính sách tiền tệ hỗ trợ tăng trưởng, đường cong lợi suất đảo ngược và lợi nhuận doanh nghiệp suy giảm. Hiện tại các chính sách của FED đang hỗ trợ nền kinh tế Mỹ kéo dài chu kỳ tăng trưởng song tác dụng của các chính sách này sẽ phai nhạt dần.

Chỉ báo	Đặc điểm hiện tại	Xu hướng
<ul style="list-style-type: none"> Thị trường lao động/tăng trưởng lương 	<ul style="list-style-type: none"> Thị trường lao động toàn dụng; lương cao hơn 2-3 năm trước 	<ul style="list-style-type: none"> Tốc độ tăng trưởng đã chững lại
<ul style="list-style-type: none"> Chính sách tiền tệ 	<ul style="list-style-type: none"> Fed đã cắt giảm 75bps từ đầu năm 2019 	<ul style="list-style-type: none"> Fed cắt giảm lãi suất hỗ trợ tăng trưởng
<ul style="list-style-type: none"> Đường cong lợi suất 	<ul style="list-style-type: none"> Thoải dần 	<ul style="list-style-type: none"> Phẳng hoặc gần đảo ngược
<ul style="list-style-type: none"> Tín dụng 	<ul style="list-style-type: none"> Thắt chặt các tiêu chuẩn tín dụng 	<ul style="list-style-type: none"> Thắt chặt
<ul style="list-style-type: none"> Lợi nhuận doanh nghiệp 	<ul style="list-style-type: none"> Margin thấp hơn 	<ul style="list-style-type: none"> Lợi nhuận tăng từ cắt giảm thuế

Tăng trưởng GDP Mỹ suy yếu (%)



Tỷ lệ thất nghiệp thấp (%)

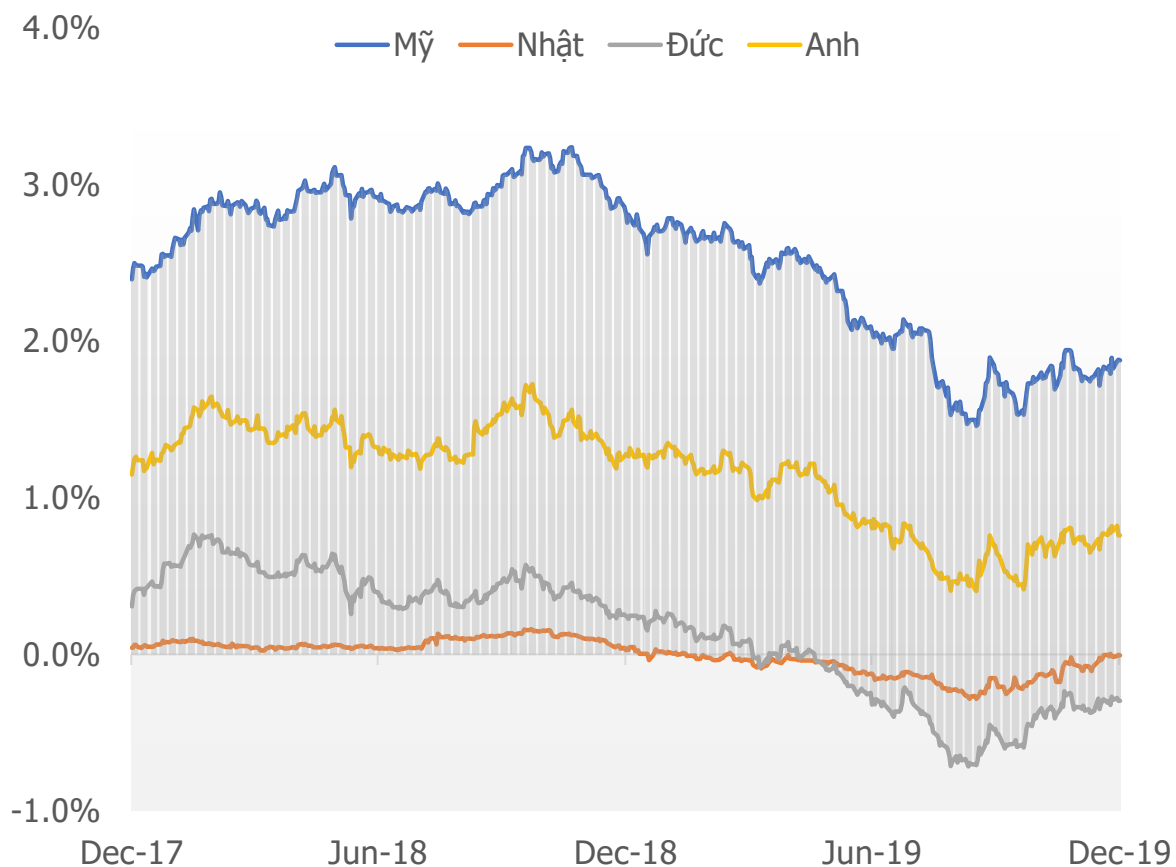


KINH TẾ MỸ

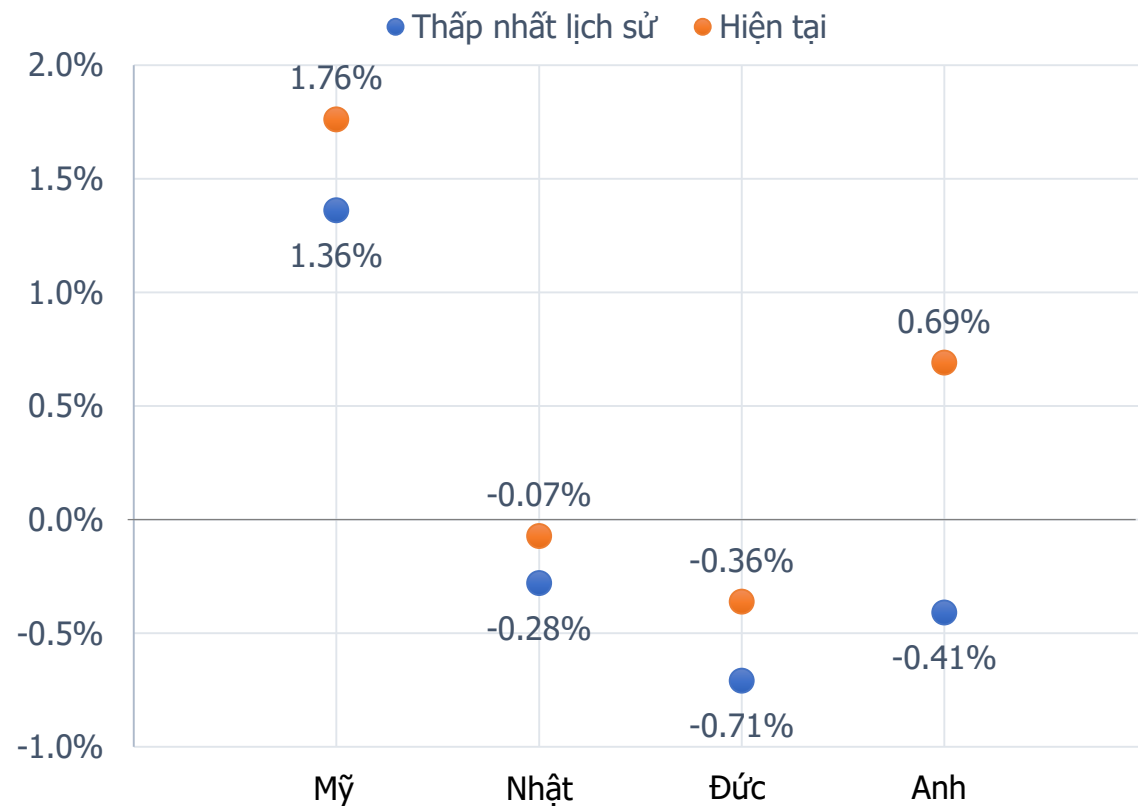
Lợi suất trái phiếu Mỹ giảm mạnh trong năm 2019

Lợi suất TPCP giảm mạnh do nhà đầu tư tìm đến kênh trú ẩn an toàn trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế suy yếu, bất ổn thương mại và lạm phát thấp. Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10N đã có lúc giảm về 1,46%/năm, chỉ ít hơn mức thấp nhất lịch sử 10bps. Lợi suất TPCP kỳ hạn 10N của Đức và Nhật đã rơi vào vùng lợi tức âm.

Lợi suất TPCP 10N tại các nền kinh tế phát triển



Lợi suất TPCP 10N tại các quốc gia phát triển (đến 30/11/2019)



Nguồn: Bloomberg.

KINH TẾ MỸ

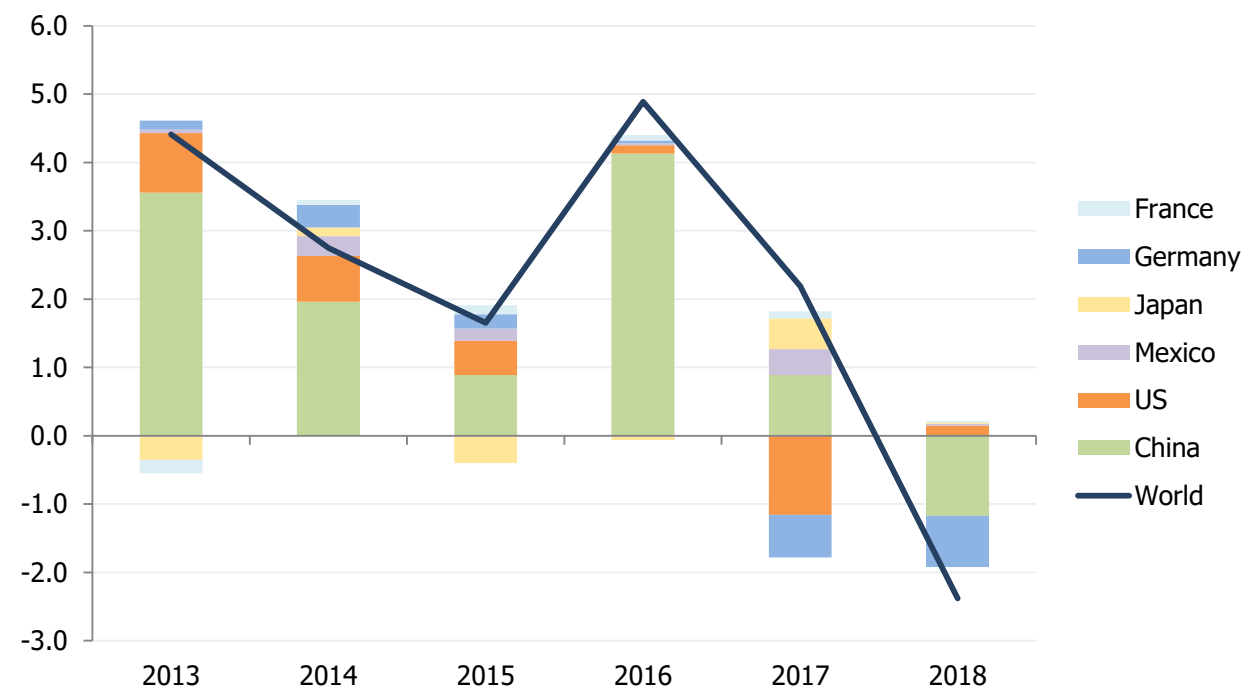
Sản xuất công nghiệp suy yếu

Sản xuất công nghiệp của Mỹ suy yếu đồng pha với sự sụt giảm trong hoạt động thương mại toàn cầu. Nhu cầu ô tô tại Mỹ vẫn tăng trưởng nhẹ trong năm 2018, dù lãi suất cho vay ô tô đã tăng trong giai đoạn 2017-2018 và mức thuế cao hơn cho nhôm và thép nhập khẩu. Ước tính mức thuế áp lên nhôm thép nhập khẩu làm tăng chi phí sản xuất mỗi chiếc xe thêm 240 USD, tuy nhiên niềm tin người tiêu dùng Mỹ vẫn đang duy trì tích cực khiến nhu cầu chưa bị suy giảm.

Sản xuất công nghiệp của Mỹ (trung bình 3 tháng) %yoy



Đóng góp vào tăng trưởng sản lượng sản xuất xe hơi (%)



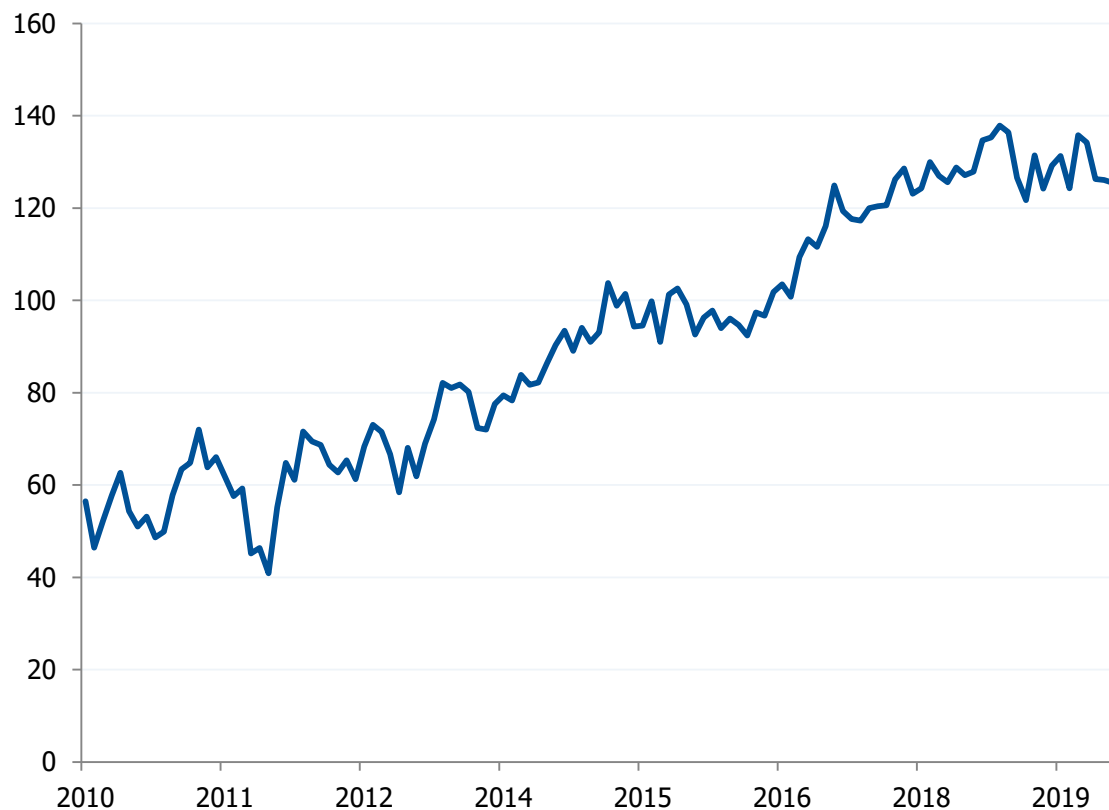
Nguồn: IMF.

KINH TẾ MỸ

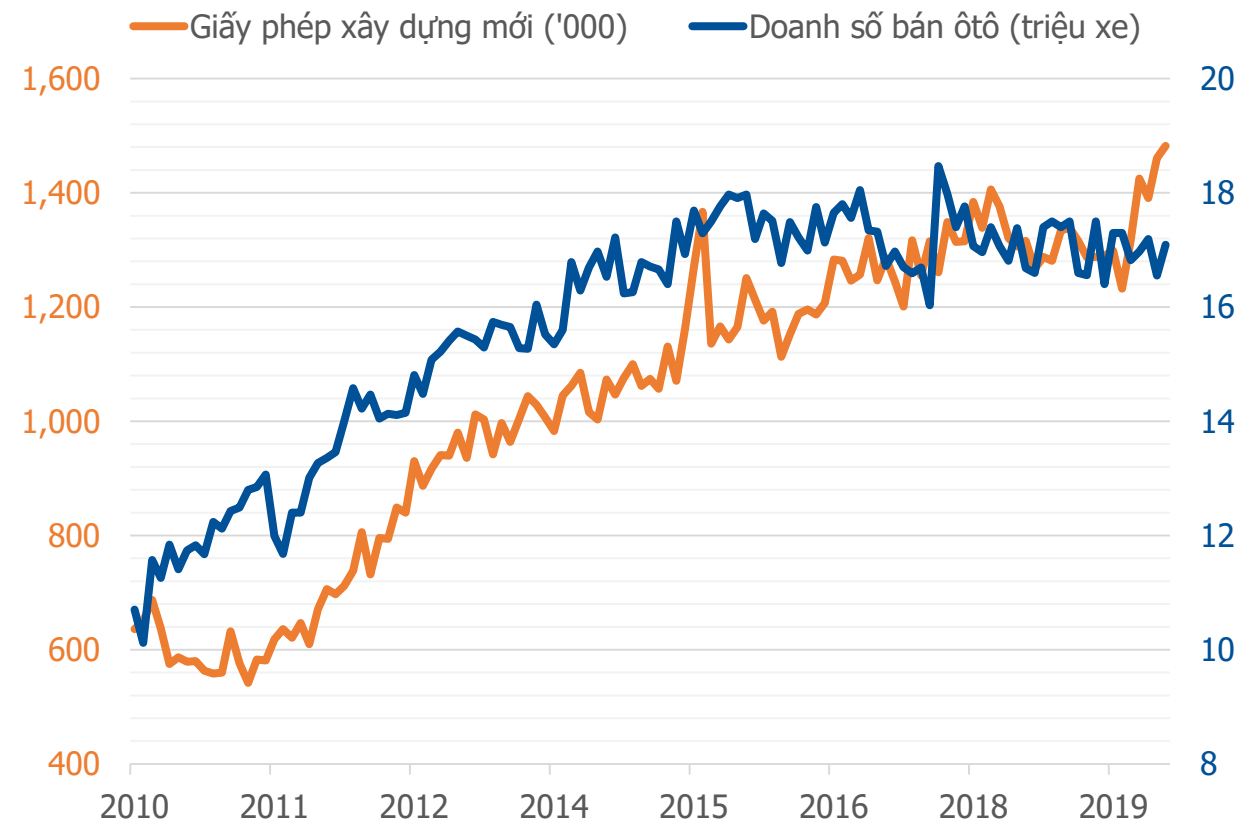
Ngành dịch vụ - trụ cột của kinh tế Mỹ chưa có dấu hiệu suy yếu

Sự suy yếu của lĩnh vực sản xuất chưa lan tỏa sang ngành dịch vụ, khu vực chiếm tỷ trọng 80% GDP và có tới 79% lực lượng lao động Mỹ. Việc Fed cắt giảm lãi suất giúp giảm lãi suất vay mua nhà, ô tô, lãi suất vay mua nhà 30 năm đã giảm từ mức trung bình 5%/năm trong năm 2018 xuống còn 3,75%. Niềm tin người tiêu dùng vẫn duy trì ở mức cao, doanh số bán ô tô và số lượng giấy phép xây dựng được cấp mới vẫn tích cực phản ánh sức khỏe của ngành dịch vụ Mỹ.

Niềm tin người tiêu dùng Mỹ vẫn ở mức tích cực



Thị trường bất động sản và thị trường ô tô vẫn ổn định



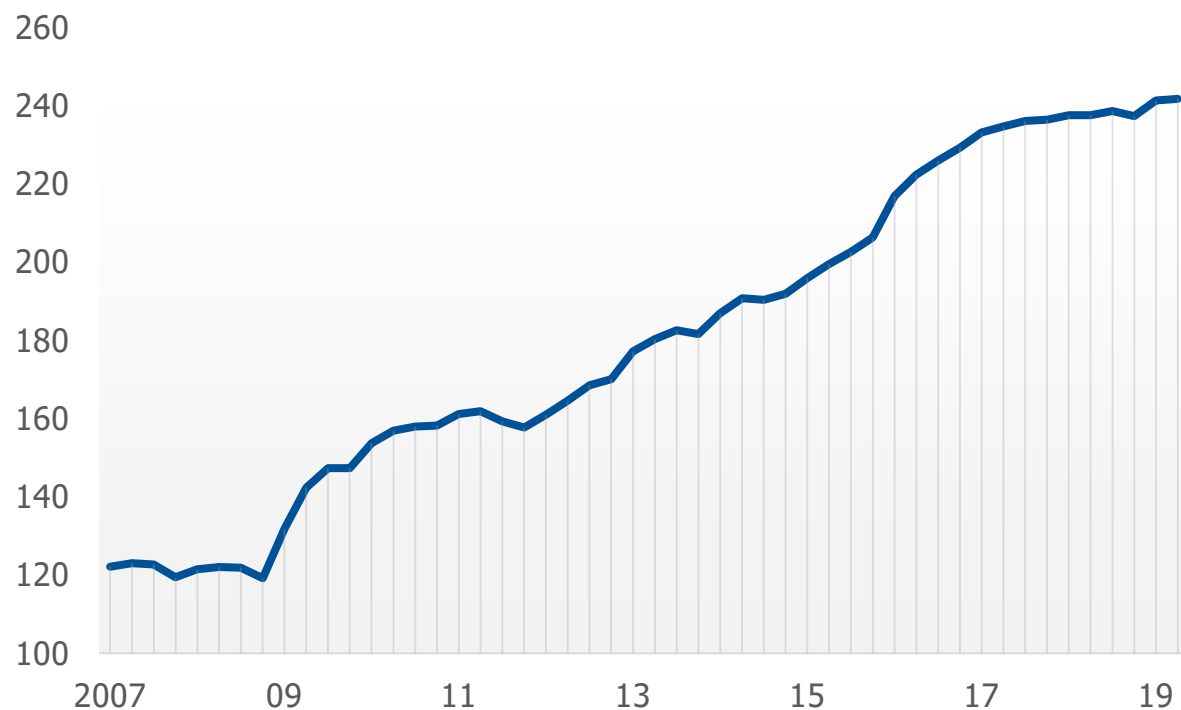
Nguồn: Bloomberg

KINH TẾ TRUNG QUỐC

Kinh tế Trung Quốc trong xu hướng giảm dài hạn

Nền kinh tế Trung Quốc đang trong xu hướng giảm dài hạn do các vấn đề về cấu trúc nền kinh tế như nợ gia tăng, bong bóng tài sản và lực lượng lao động đang già đi. Tăng trưởng suy giảm là tất yếu nhưng chính phủ Trung Quốc đang nỗ lực ổn định nền kinh tế và kỳ vọng một cuộc 'hạ cánh mềm'. Chỉ số trạng thái thị trường tiền tệ của Trung Quốc cho thấy nước này vẫn đang trong giai đoạn nổi lủng tiền tệ, tuy nhiên các tiêu chuẩn tín dụng vẫn thắt chặt để phòng rủi ro. Với bong bóng nợ và bất động sản đang phình to, NHTW TQ không còn nhiều dư địa để nổi lủng mạnh mẽ nữa. Khả năng nền kinh tế TQ phục hồi về các mức tăng trưởng trước đây đã không còn. NHTW TQ đang nỗ lực để nền kinh tế hạ cánh một cách mềm mại.

Tỷ lệ Tín dụng/GDP của Trung Quốc (%)



Trạng thái nổi lủng tiền tệ của Trung Quốc

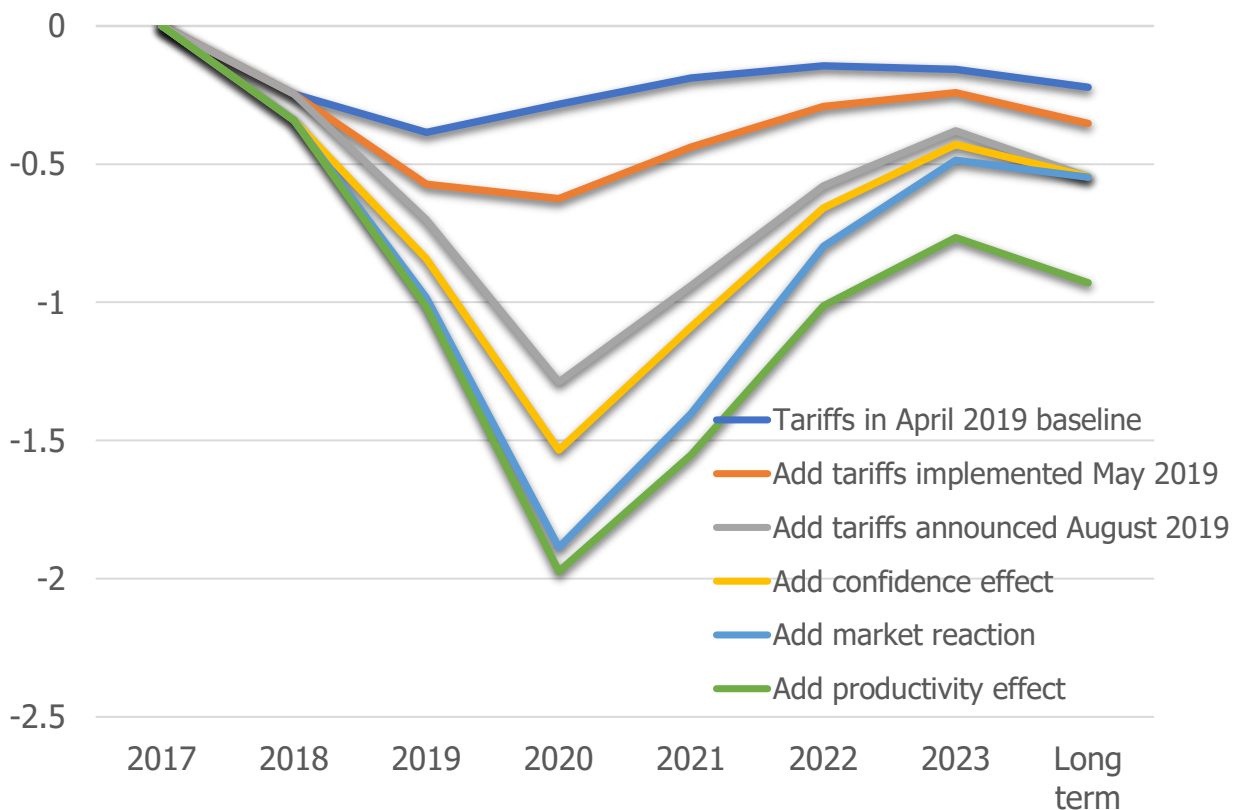


KINH TẾ TRUNG QUỐC

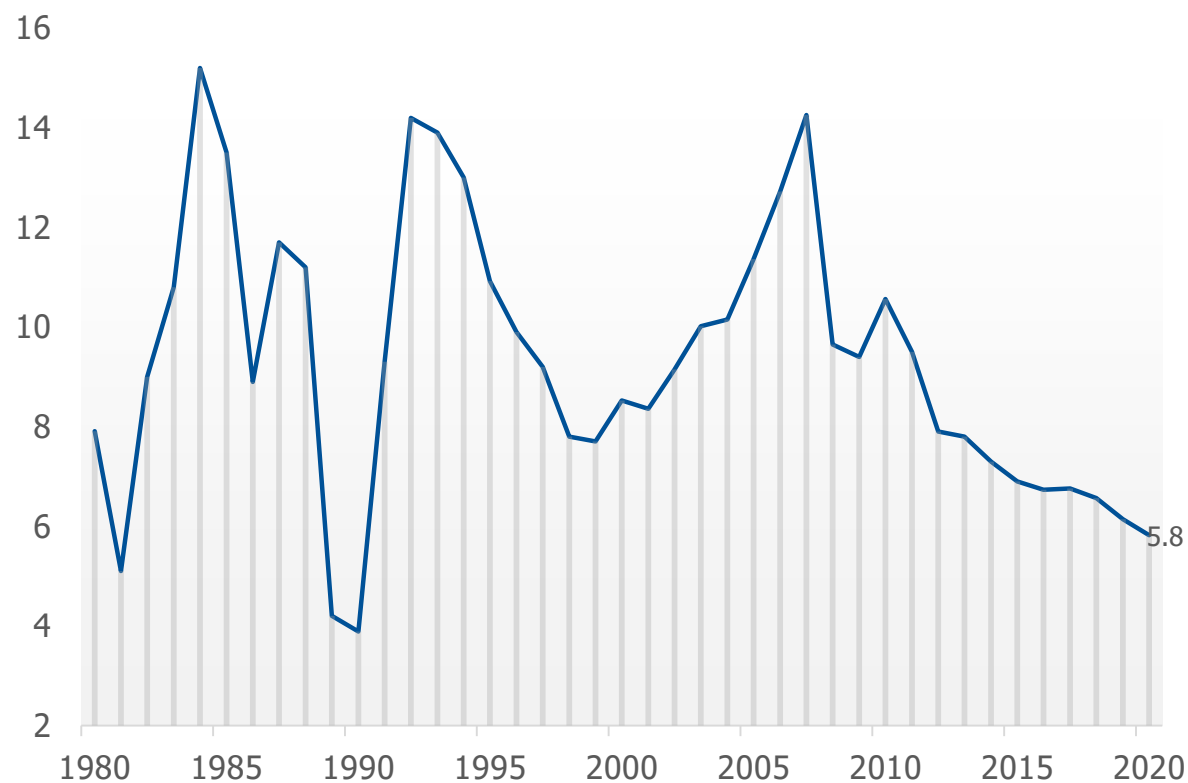
CTTM sẽ làm giảm 2% GDP của Trung Quốc

Bên cạnh các vấn đề về cấu trúc của nền kinh tế, tác động từ bên ngoài về vấn đề CTTM với Mỹ đã khiến tăng trưởng kinh tế Trung Quốc trong Q3/2019 giảm về mức 6%/năm, mức thấp nhất trong 27 năm. IMF ước tính CTTM sẽ làm giảm 2% GDP của Trung Quốc trong năm 2020, nếu tính cả tác động của thuế quan lên năng suất, phản ứng và niềm tin của thị trường.

Tác động của CTTM lên GDP Trung Quốc (%)



Tốc độ tăng trưởng GDP Trung Quốc (%)

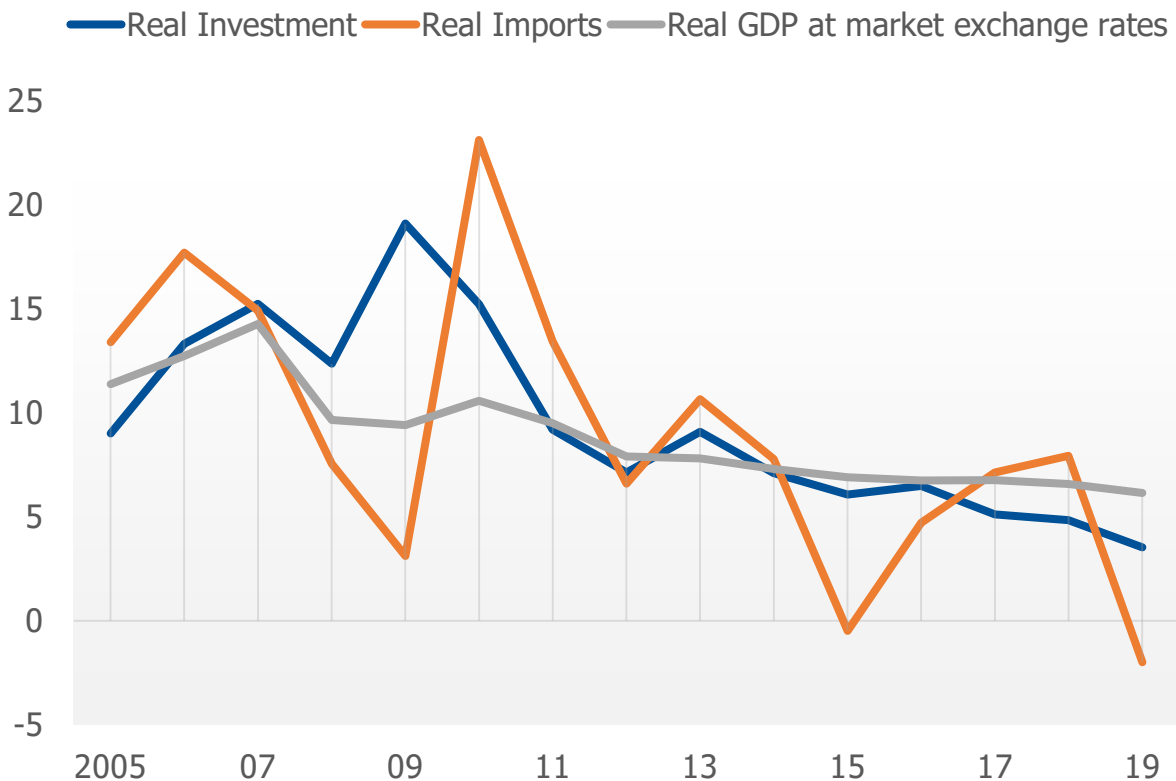


KINH TẾ TRUNG QUỐC

Sản xuất suy yếu, hoạt động đầu tư sụt giảm

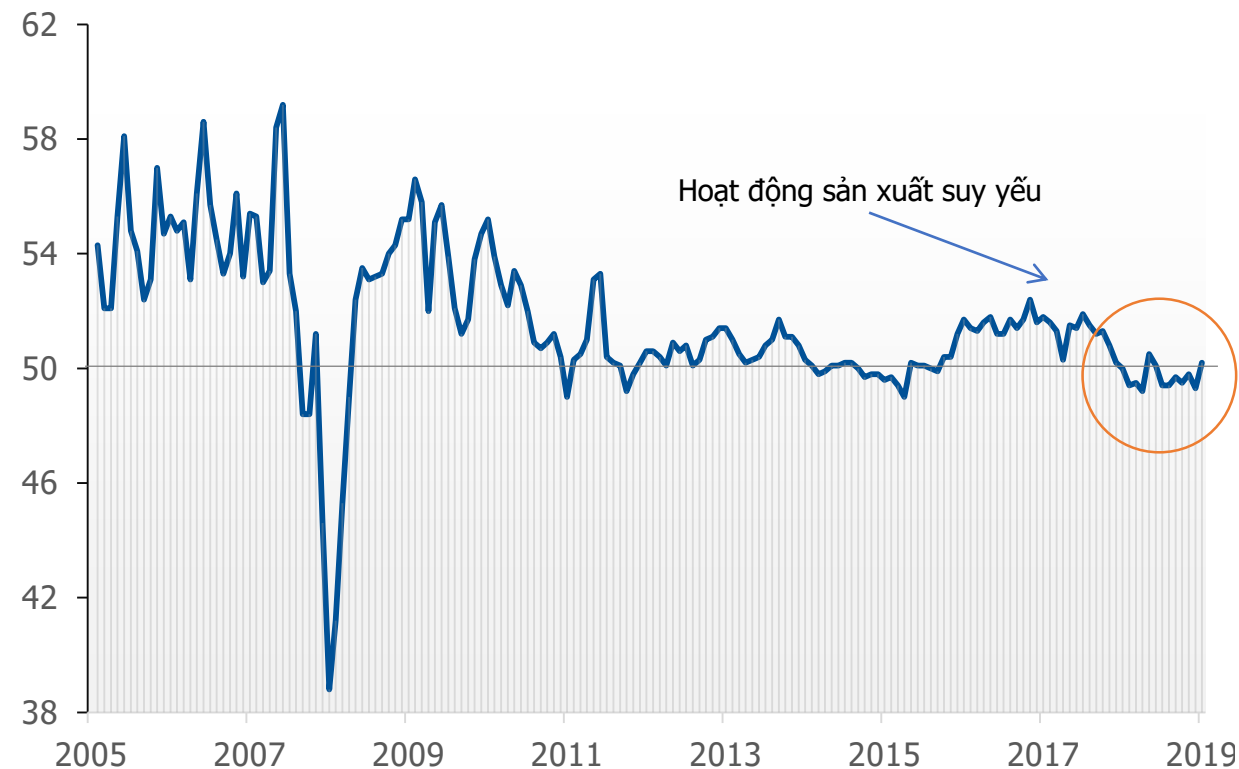
Căng thẳng thương mại và thuế quan làm tăng chi phí máy móc thiết bị, khiến các doanh nghiệp tại Trung Quốc thận trọng hơn trong kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất. Kết quả là chỉ tiêu cho đầu tư tại Trung Quốc – đất nước có mức chi đầu tư cao nhất thế giới đã suy giảm mạnh trong năm 2019, nhập khẩu giảm xuống mức tăng trưởng âm do tăng trưởng xuất khẩu sụt giảm. Hoạt động sản xuất suy yếu, đặc biệt là sản xuất hàng hóa cơ bản.

Tăng trưởng đầu tư và thương mại của Trung Quốc (%)



Nguồn: IMF, Bloomberg.

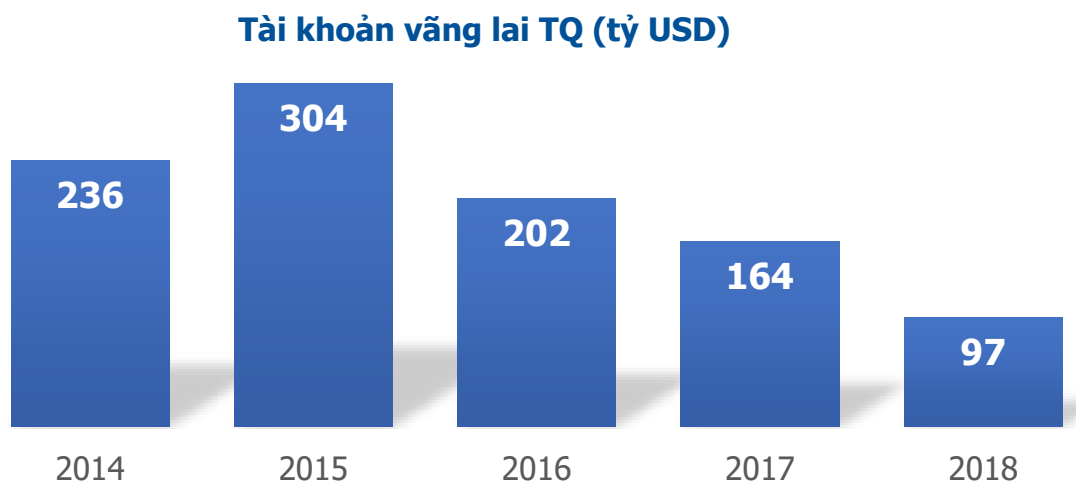
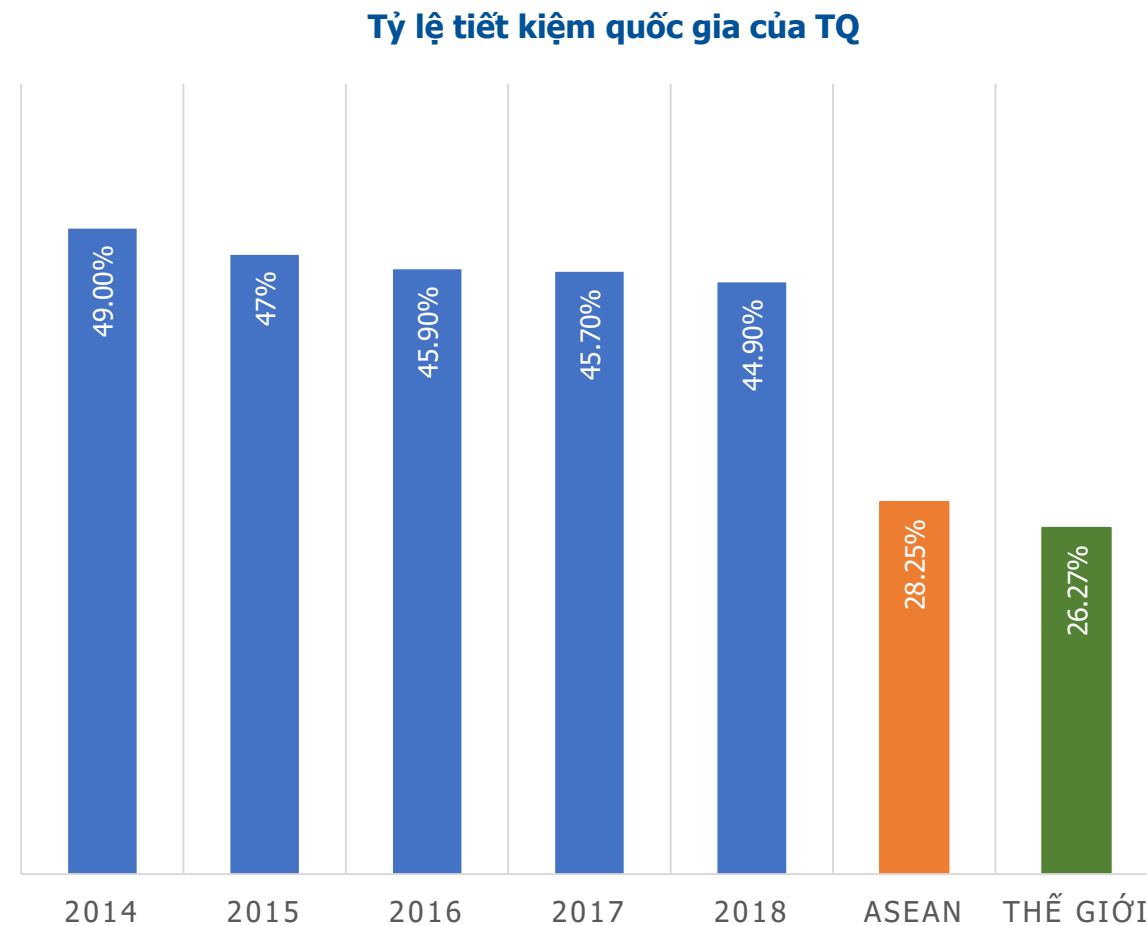
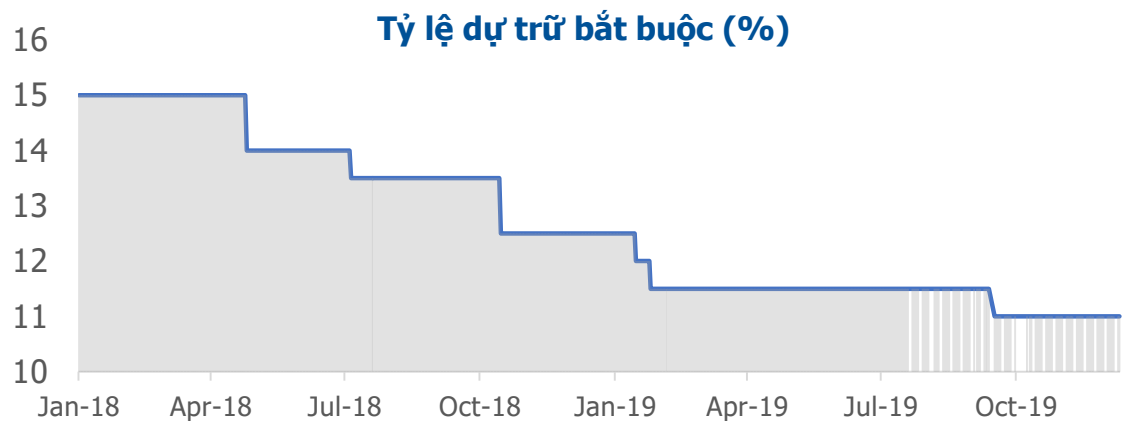
Chỉ số PMI sản xuất của Trung Quốc



KINH TẾ TRUNG QUỐC

Không có suy thoái trong 2020

NHTW Trung Quốc PBOC đã thực hiện các chính sách tiền tệ nới lỏng kích thích tăng trưởng kinh tế trong năm 2019, tuy nhiên lạm phát gia tăng do giá thịt lợn tăng mạnh gây khó khăn cho việc giảm mạnh lãi suất điều hành. Các chính sách tài khóa và chính sách điều hành tỷ giá sẽ được kết hợp sử dụng để kích thích tăng trưởng kinh tế.

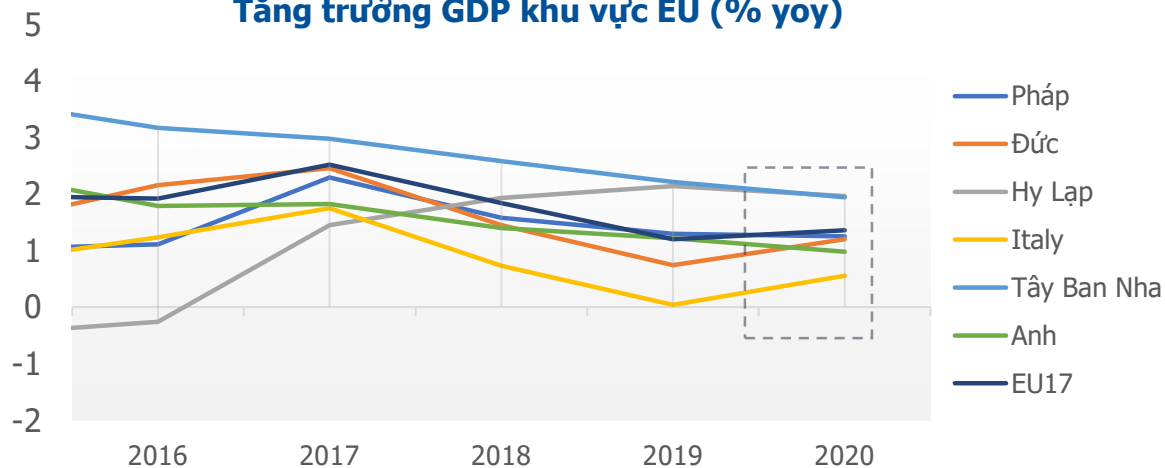


KINH TẾ CHÂU ÂU

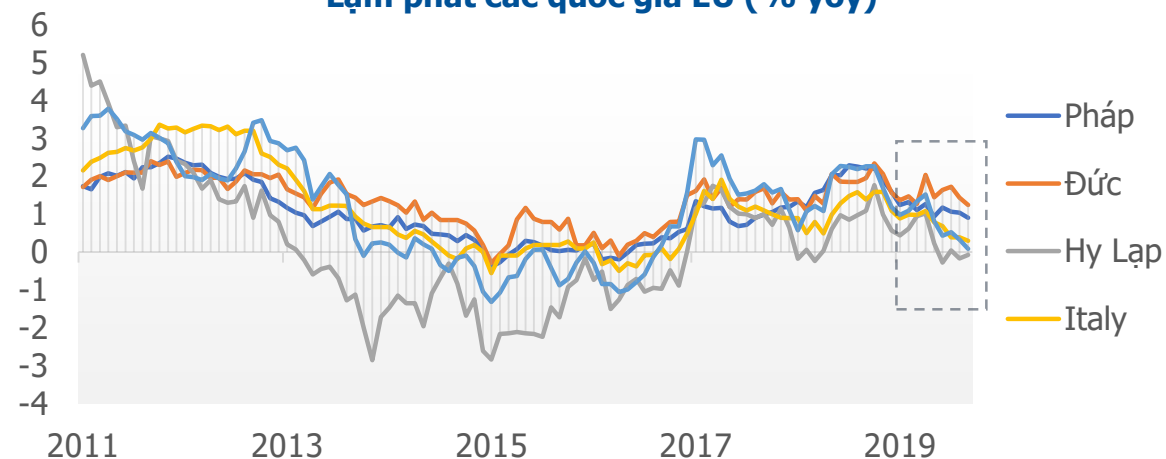
Kinh tế khu vực Eurozone – Đã suy giảm tăng trưởng

Kinh tế khu vực EU vẫn đang gặp khó khăn khi môi trường sản xuất suy yếu, tăng trưởng kinh tế chậm lại, tình hình Brexit cũng đang vô cùng khó đoán. Nền kinh tế đầu tàu của EU là Đức đã cho thấy dấu hiệu suy yếu rõ rệt. Lạm phát vẫn tiếp tục thấp cho thấy sức cầu khá yếu.

Tăng trưởng GDP khu vực EU (% yoy)

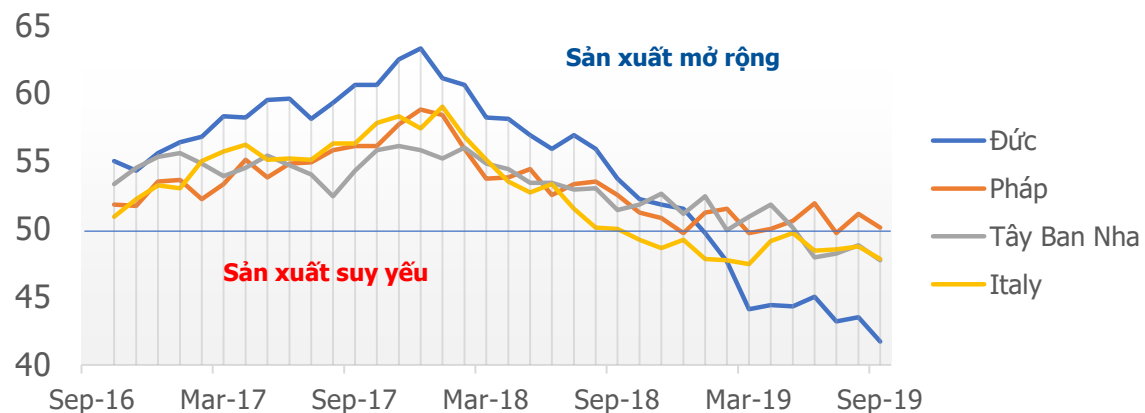


Lạm phát các quốc gia EU (% yoy)

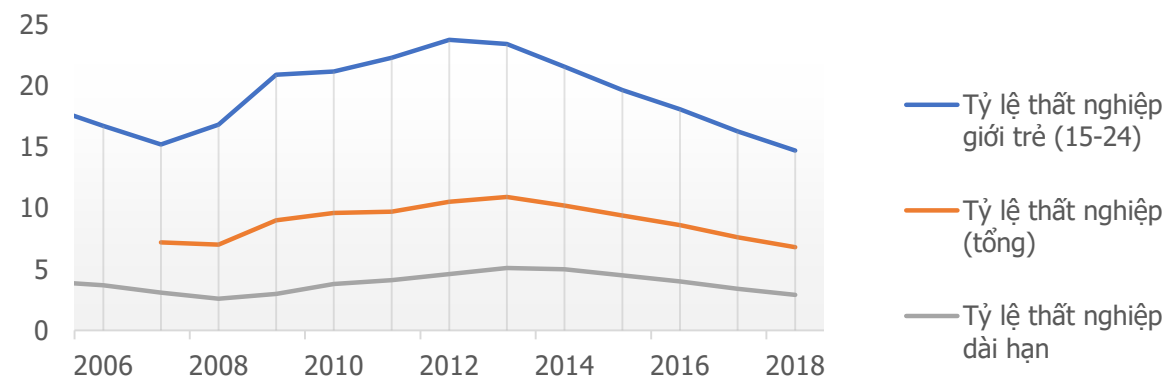


Nguồn: OECD, Bloomberg.

PMI sản xuất giảm mạnh tại EU



Tỷ lệ thất nghiệp khối EU28 (%)



TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI 2020

Nới lỏng chính sách tiền tệ trên toàn cầu

Trong Q3/2019, Fed và các NHTW trên thế giới đã áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ nhằm vực dậy nền kinh tế đang suy yếu. Fed được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì mức lãi suất ổn định trong năm 2020, giúp làm giảm rủi ro tăng trưởng kinh tế Mỹ sụt giảm mạnh.

Thuận lợi	Rủi ro
<ul style="list-style-type: none"> Các nhà hoạch định chính sách sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng kinh tế bằng chính sách tiền tệ nới lỏng và các gói tài khóa, giúp kinh tế thế giới tránh khỏi rủi ro suy giảm mạnh. 	<ul style="list-style-type: none"> Nợ doanh nghiệp đang ở mức đáng lo ngại tại Mỹ, Trung Quốc và EU, gây rủi ro cho hệ thống ngân hàng và hệ thống tài chính. Nợ doanh nghiệp tại Mỹ đang tăng nhanh, hiện dư nợ khối doanh nghiệp tại Mỹ đã đạt 10 nghìn tỷ USD, bằng 47% GDP, tương đương với mức đỉnh trước khủng hoảng năm 2007. Khối nợ của nhóm doanh nghiệp đang tăng nhanh được hỗ trợ bởi việc Fed giảm lãi suất. Trong khi đó chất lượng nợ đang suy giảm: trên nửa lượng trái phiếu hạng mức đầu tư đang có mức tính nhiệm BBB, mức thấp nhất sát ngưỡng không an toàn ("junk").
<ul style="list-style-type: none"> Lợi suất TPCP toàn cầu ở mức thấp kỷ lục và các chương trình mua tài sản của NHTW tại các quốc gia lớn tạo điều kiện thuận lợi giúp giảm chi phí cho các gói kích cầu của chính phủ. Chính sách tài khóa được kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thế giới trong năm 2020. 	<ul style="list-style-type: none"> Chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa nới lỏng, cùng với việc toàn cầu hóa đã đạt đỉnh (chi phí lao động và hàng hóa sẽ tăng lên) có thể khiến lạm phát toàn cầu tăng nhanh hơn so với kỳ vọng, chấm dứt khoảng thời gian dài duy trì ở mức thấp, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp và làm giảm nhu cầu tiêu dùng khi giá thành tăng lên.
<ul style="list-style-type: none"> Việc Mỹ và Trung Quốc đạt được thỏa thuận thương mại một phần đã làm giảm rủi ro các mức thuế quan tiếp tục leo thang, giảm áp lực lên môi trường kinh tế toàn cầu và hạn chế sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu do hai nền kinh tế lớn nhất thế giới tăng mức thuế quan lên hàng hóa của nhau. 	<ul style="list-style-type: none"> Các rủi ro chính trị như Brexit, điểm nóng khu vực Trung Đông và điều trần luận tội tổng thống Trump sẽ tiếp tục làm tăng rủi ro bất ổn của chính sách, gây khó khăn cho hoạt động thương mại toàn cầu.

Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2020

- **Kinh tế Việt Nam – Điểm sáng trong khu vực!**

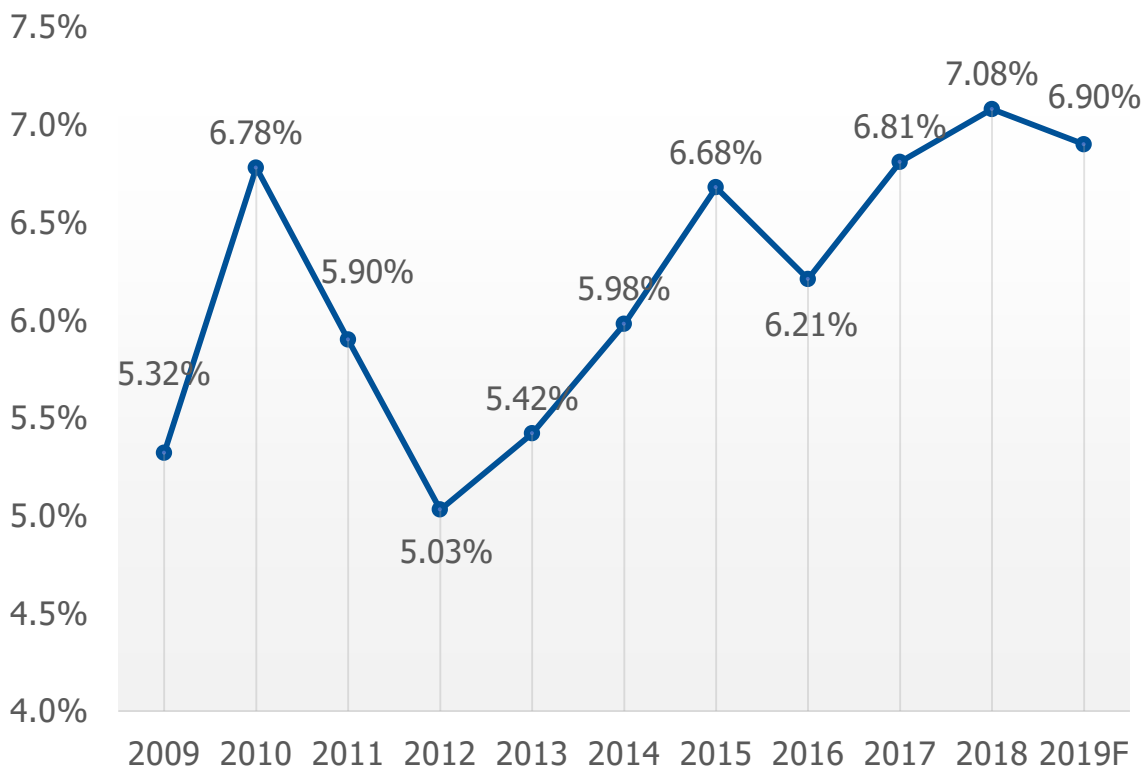
- Triển vọng dài hạn tích cực nhờ giai đoạn dân số vàng, tư nhân hóa và tiếp tục xu hướng mở cửa nền kinh tế
- Triển vọng ngắn hạn là điểm sáng trong khu vực với GDP tăng trưởng cao và môi trường vĩ mô ổn định.

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

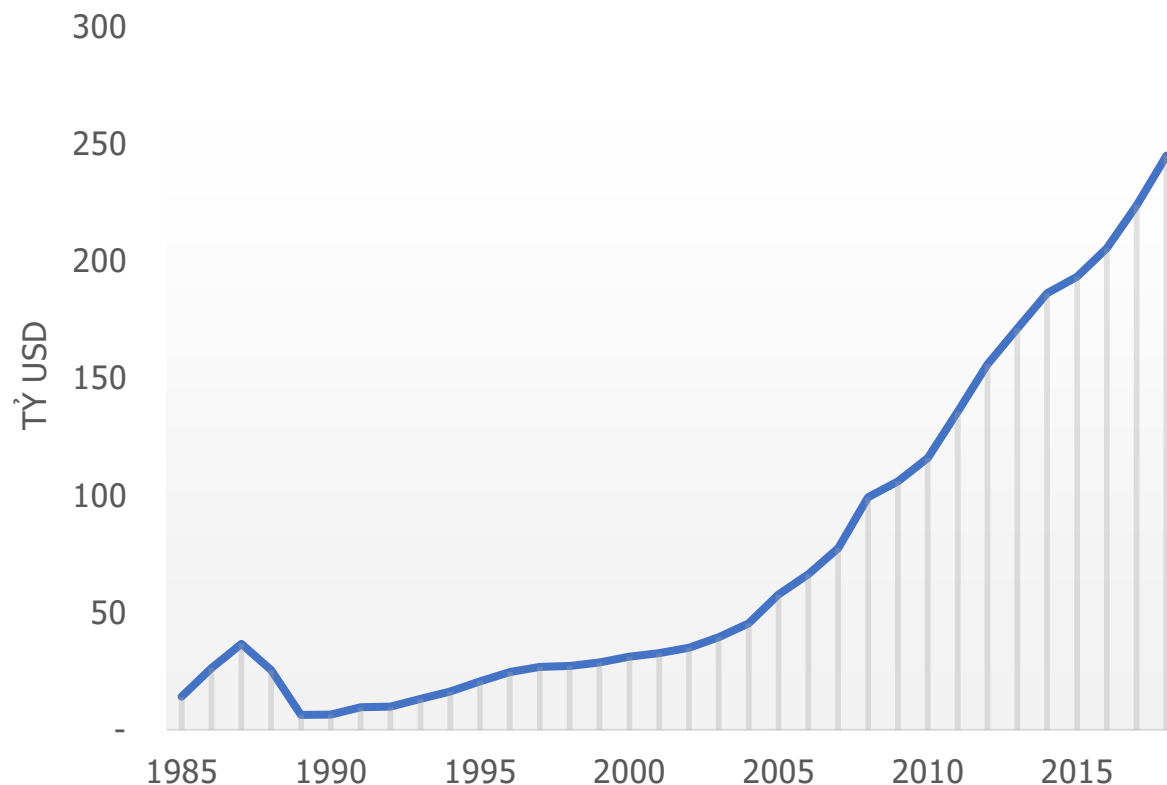
GDP 2019 tăng trưởng vượt dự báo

Nền kinh tế Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh với mức tăng GDP duy trì quanh mốc 7%. Trong Q3/2019, GDP Việt Nam tăng 7,3% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều so với mức tăng của các quốc gia trong khu vực: Thái Lan (2,4%), Indonesia (5%) và Philippines (6,2%). Dòng vốn FDI vào Việt Nam tăng mạnh trong giai đoạn 2017-2019, căng thẳng thương mại Mỹ-Trung và xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu là một trong các nhân tố chính đóng góp cho mức tăng này. Vốn FDI tập trung vào lĩnh vực sản xuất khiến sản lượng công nghiệp duy trì mức tăng trưởng 2 con số, đồng thời nhiều hiệp định thương mại tự do được ký kết tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động sản xuất xuất khẩu.

Tăng trưởng GDP giai đoạn 2009-2019



Quy mô nền kinh tế Việt Nam, GDP 1985-2018

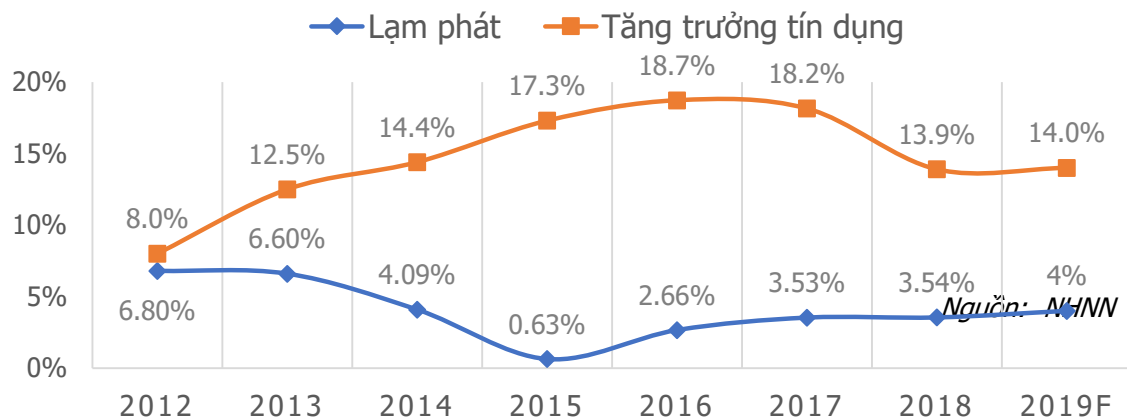


DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

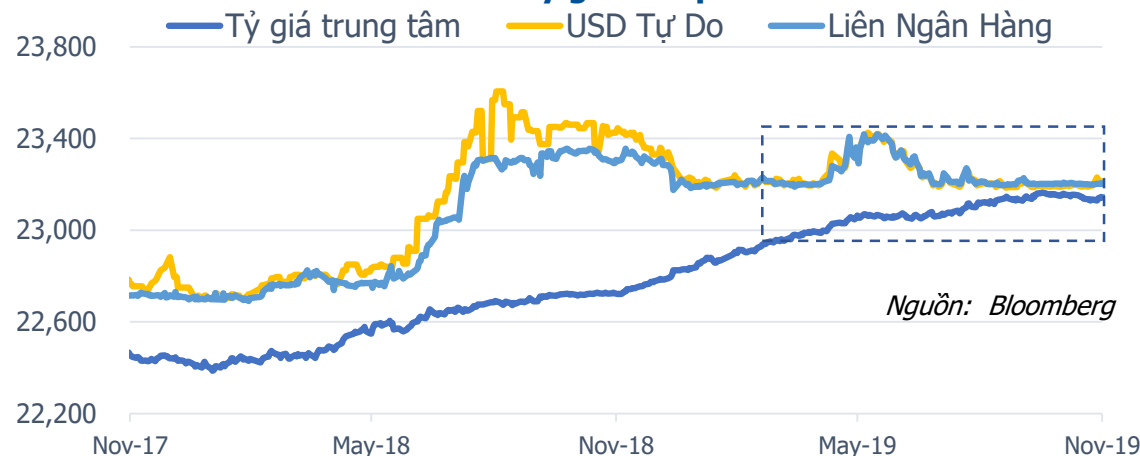
NHNN điều hành hiệu quả cung tiền, tín dụng, tỷ giá và qua đó giữ ổn định lạm phát

NHNN ổn định lạm phát trong nhiều năm nhờ việc kiểm soát cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng một cách hiệu quả. Lạm phát cơ bản ở mức thấp trong nhiều năm. Tỷ giá VND/USD dao động trong biên độ hẹp dưới 1% từ đầu năm tới nay. Lãi suất cho vay giữ ở mức tương đối ổn định trong khi lợi suất trái phiếu chính phủ giảm tới hơn một nửa, xuống mức thấp kỷ lục. NHNN đã thành công trong mục tiêu kép, thúc đẩy tăng trưởng và ổn định kinh tế vĩ mô.

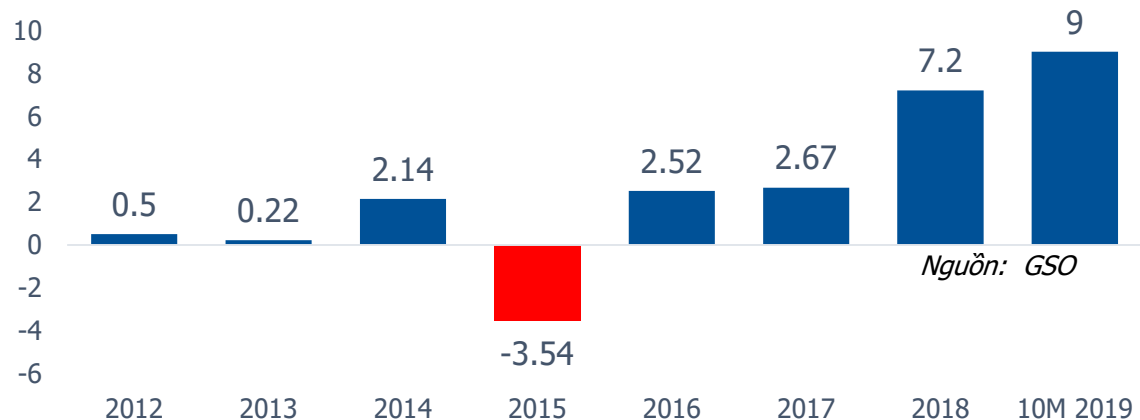
Lạm phát và tăng trưởng tín dụng qua các năm



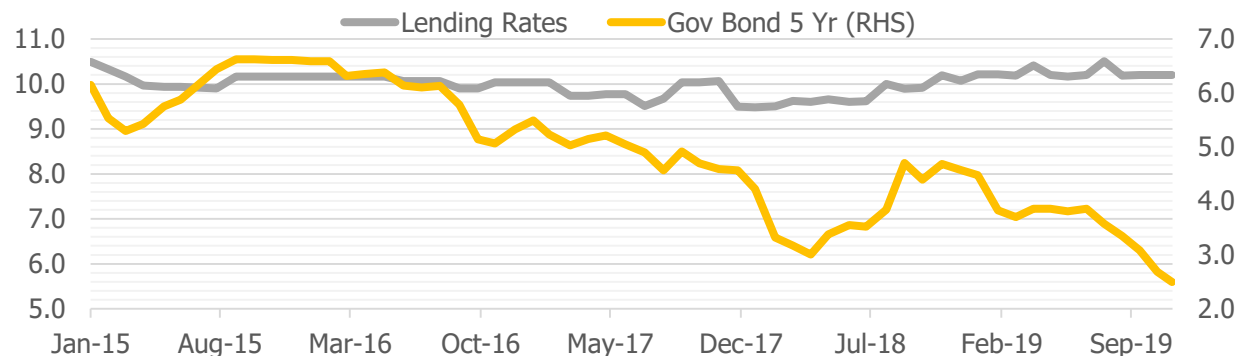
Tỷ giá ổn định



Cán cân thương mại (tỷ USD), 2012-2019



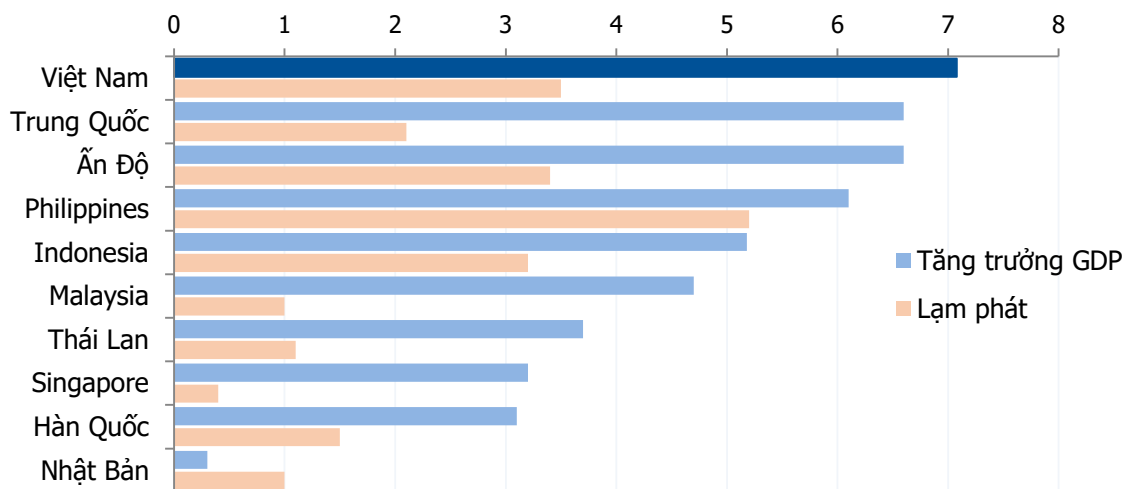
Lãi suất cho vay ổn định, LSTPCP giảm mạnh



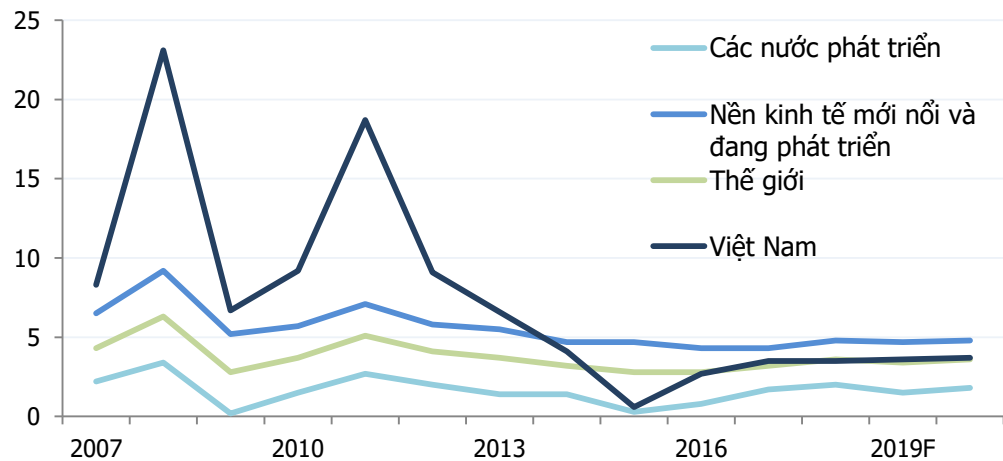
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

Kinh tế Việt Nam tăng trưởng tốt nhất trong khu vực

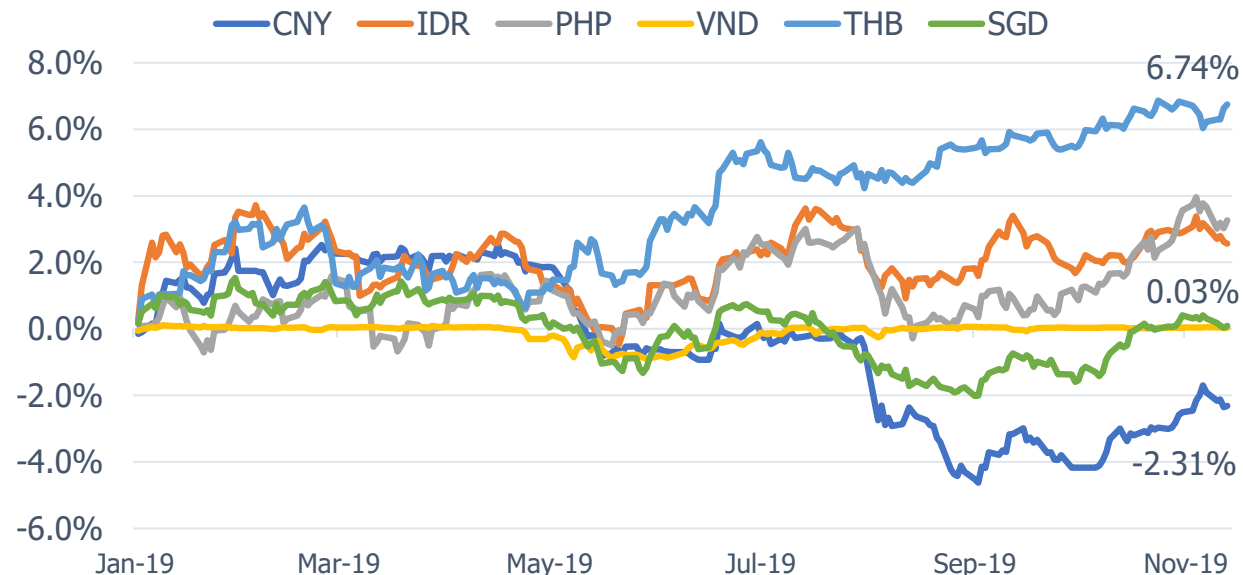
Tăng trưởng GDP và lạm phát năm 2018 (%)



Lạm phát hàng năm (% yoy)



Tỷ giá VND/USD ít biến động nhất từ đầu năm tới nay



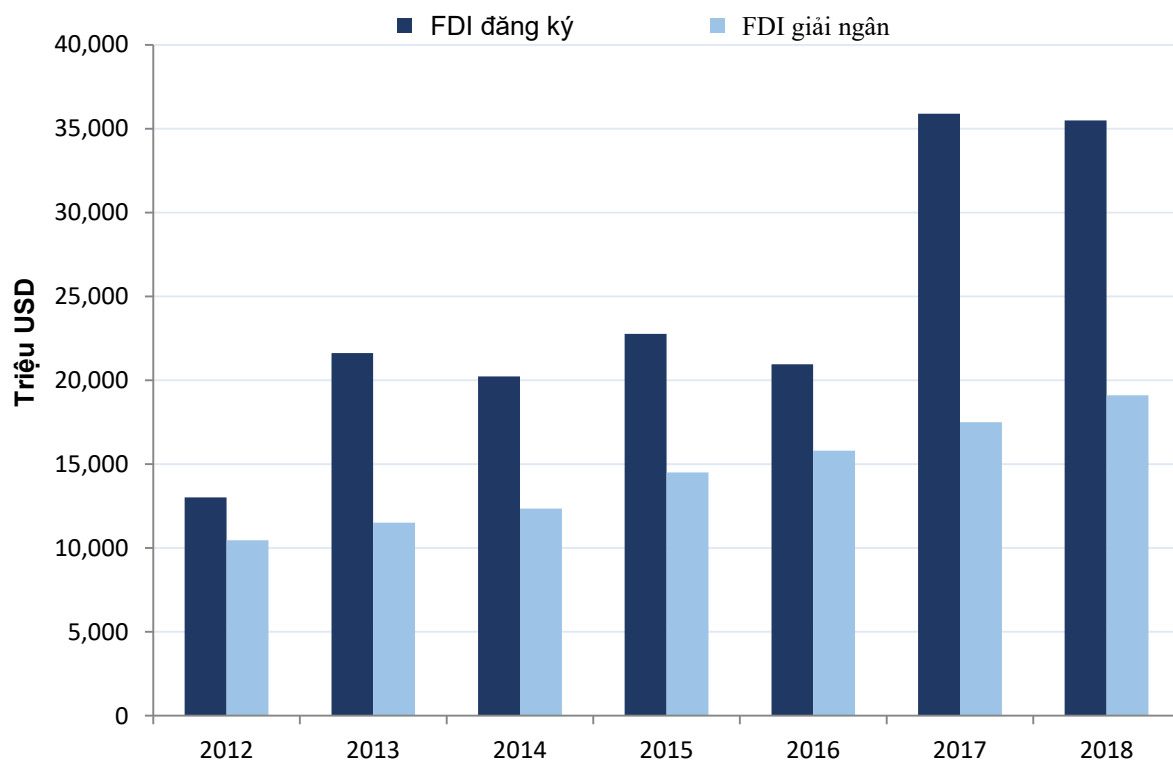
Tỷ giá VND/USD ổn định nhất trong khu vực, chỉ tăng nhẹ 0,03% so với đồng USD trong năm 2019. Lạm phát từ năm 2014 đã về dưới mức trung bình của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển.

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

Dòng vốn FDI tăng trưởng mạnh

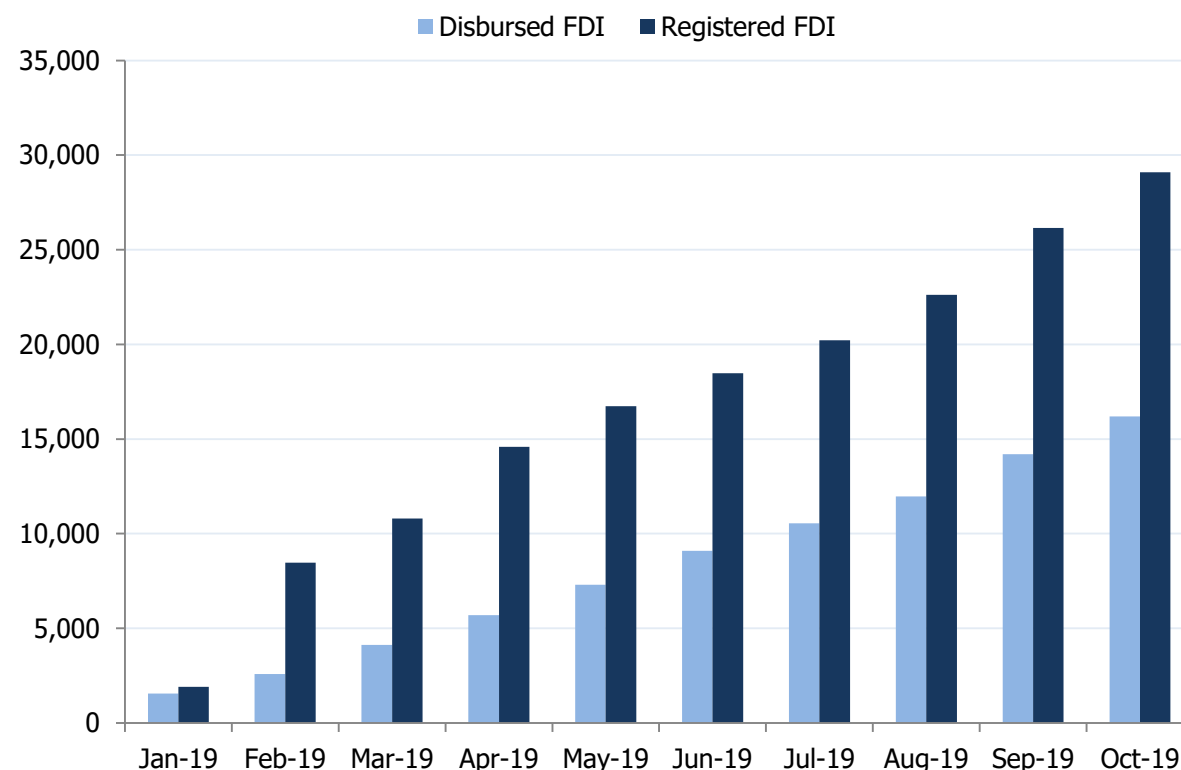
Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đã tăng gấp 3 lần từ năm 2012 đến 2018 do Việt Nam đang gia tăng sự hiện diện trong chuỗi cung ứng toàn cầu nhờ chi phí lao động thấp. Theo số liệu từ WTO, hơn 55% tổng giá trị xuất khẩu Việt Nam liên quan đến hoạt động của chuỗi cung ứng. Đồng thời, tranh chấp thương mại Mỹ-Trung kéo dài khiến các nhà sản xuất lớn tìm đến các phương án thay thế chi phí thấp cho nhà máy tại Trung Quốc, Việt Nam là điểm đến được lựa chọn của dòng vốn FDI trong lĩnh vực sản xuất. Dòng vốn FDI đến từ các nhà đầu tư Trung Quốc, Hongkong, Đài Loan đã tăng 4 lần trong 5 năm trở lại đây, chiếm gần 40% số vốn FDI đăng ký trong 10 tháng 2019, đạt 10,85 tỷ USD.

FDI vào Việt Nam, 2012 - 2018



Nguồn: GSO

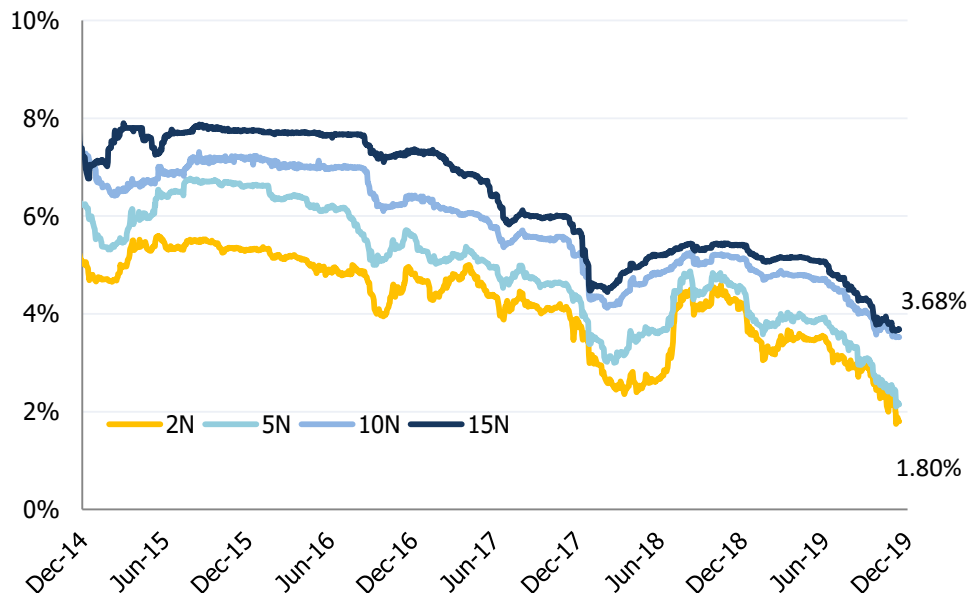
FDI vào Việt Nam 2019, lũy kế (triệu USD)



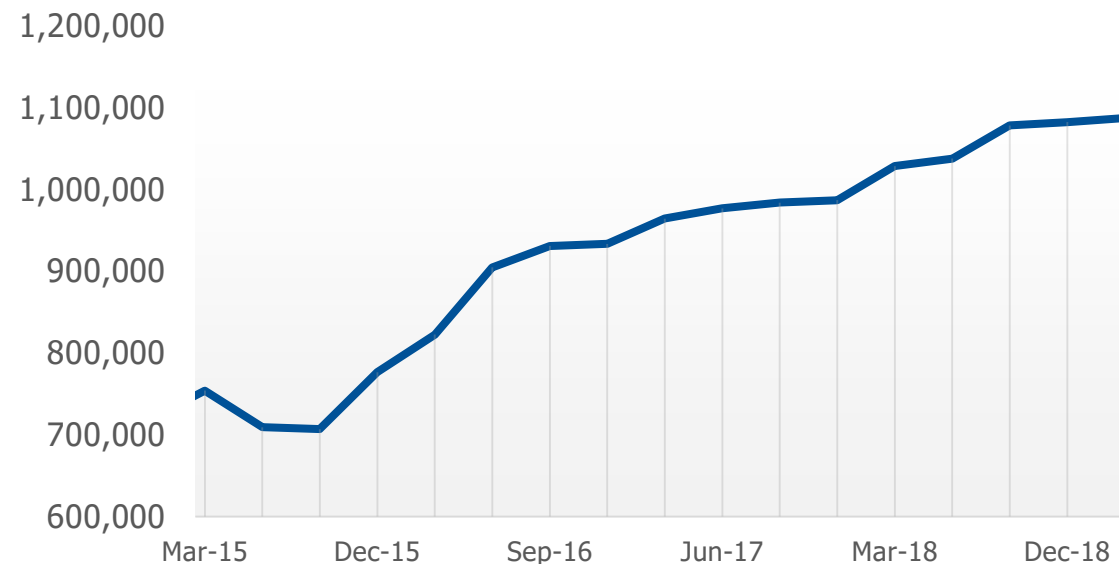
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

Thị trường trái phiếu tăng trưởng về cả quy mô và chất lượng

Lợi suất TPCP Việt Nam trên TT thứ cấp



Dư nợ TPCP (tỷ đồng)



Nguồn: ADB, MOF, MBS

Thị trường TPDN (tỷ đồng)

TỶ VND	2017	2018	11T 2019
Phát hành	115.170	224.000	233.500
Dư nợ	310.130	474.500	N/A

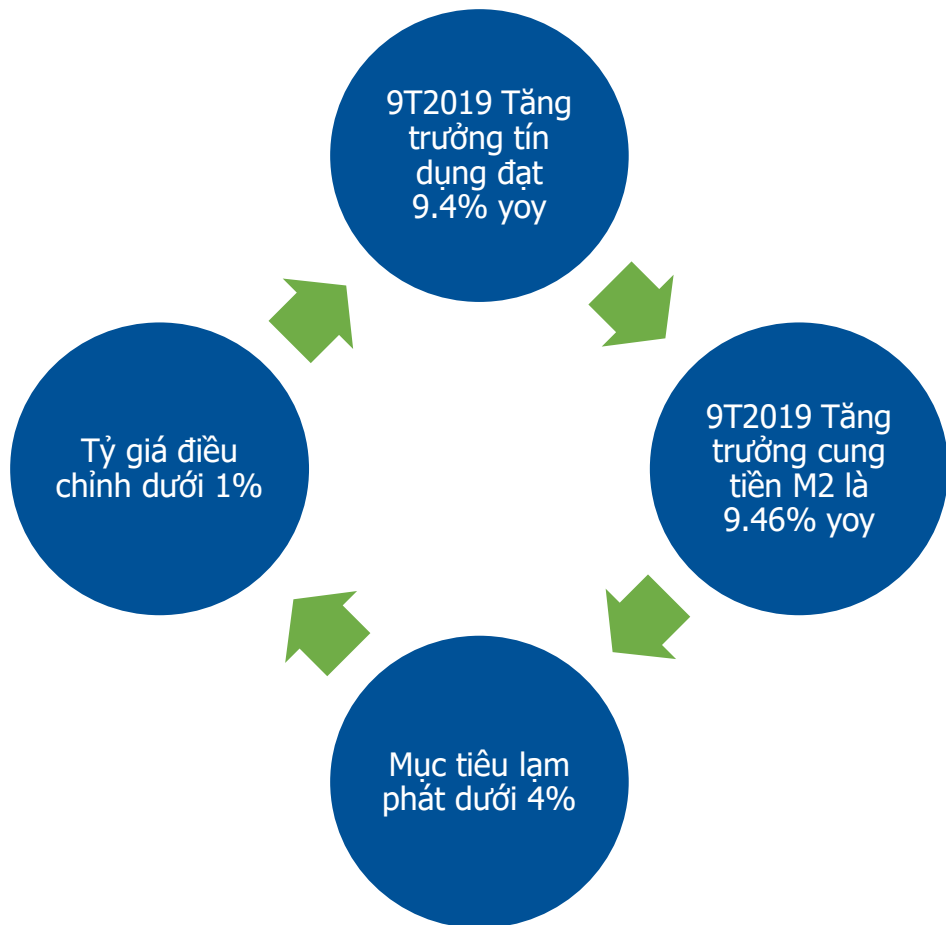
Thị trường trái phiếu Việt Nam đang có những cải thiện rõ rệt về cả quy mô và chất lượng. Quy mô thị trường TPCP đến hết tháng 11/2019 bằng 25,2% GDP kế hoạch năm 2019, tăng 2,5% so với cuối năm 2018 và gấp 12 lần năm 2009. Khối lượng giao dịch bình quân phiên trong 11 tháng đạt 9 nghìn tỷ đồng/phiên, tăng 24 lần so với năm 2009, bằng 0,9% dư nợ trái phiếu niêm yết. Lợi suất TPCP giảm mạnh so với đầu năm ở tất cả các kỳ hạn, kỳ hạn 10N hiện có mức lợi suất 3,52% (giảm 1,62% so với đầu năm).

Thị trường TPDN cũng diễn ra sôi động trong những năm gần đây: lũy kế 11 tháng năm 2019 đã có 233,5 nghìn tỷ đồng TPDN phát hành, quy mô đạt trên 10% GDP.

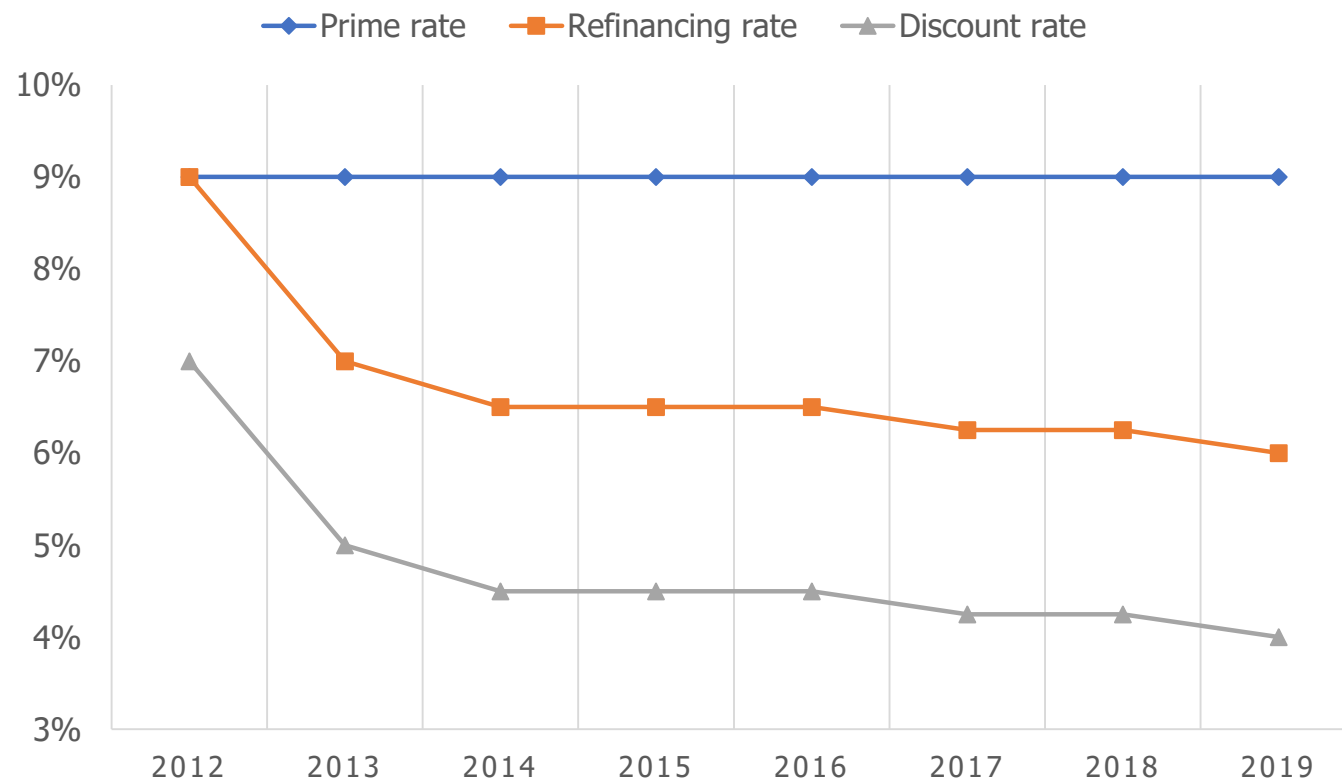
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

Chính sách tiền tệ

NHNN ra tín hiệu nới lỏng chính sách tiền tệ bằng việc điều chỉnh giảm 0.25% các lãi suất điều hành, giảm mức trần lãi suất huy động và lãi suất cho vay ngắn hạn 0,5 điểm phần trăm. NHNN đã điều chỉnh lãi suất một cách linh hoạt trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế Mỹ suy yếu, Fed và các NHTW giảm lãi suất. Tuy nhiên, NHNN sẽ khó có thể tiếp tục hạ lãi suất một cách mạnh mẽ hơn trong năm 2020 do áp lực lạm phát đã gia tăng vào cuối năm 2019. Dù vậy, mục tiêu lạm phát 4% trong năm 2019 là có thể đạt được.



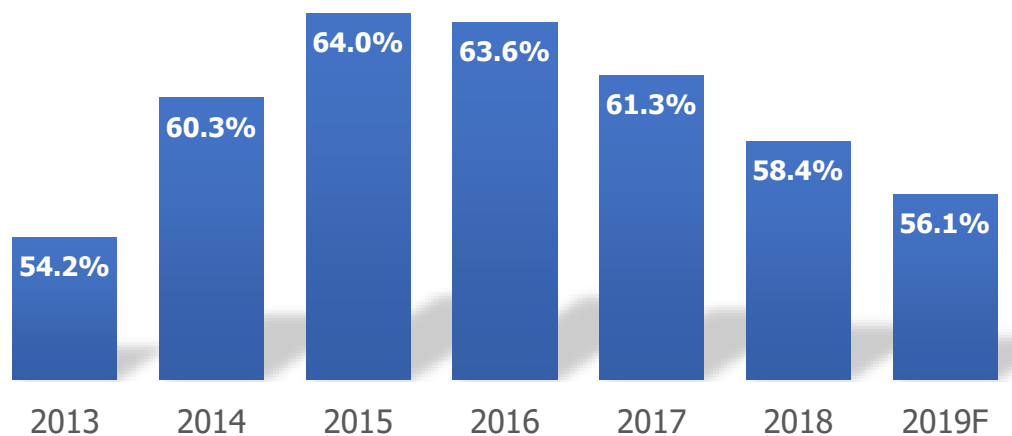
Lãi suất điều hành năm 2019



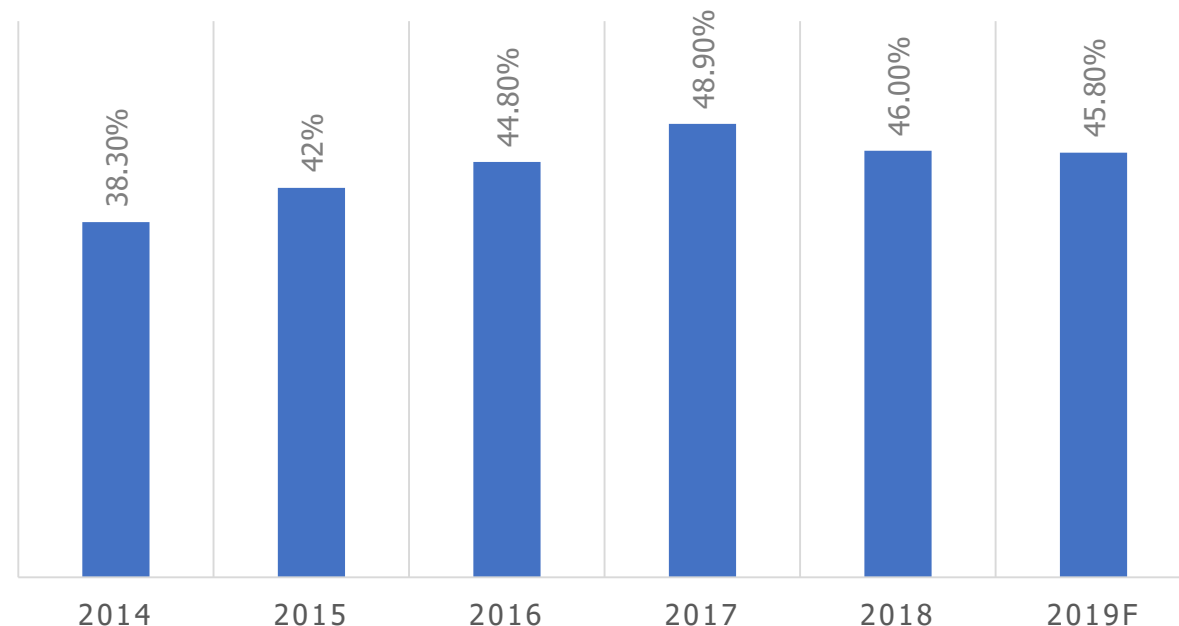
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

Chính sách tài khóa

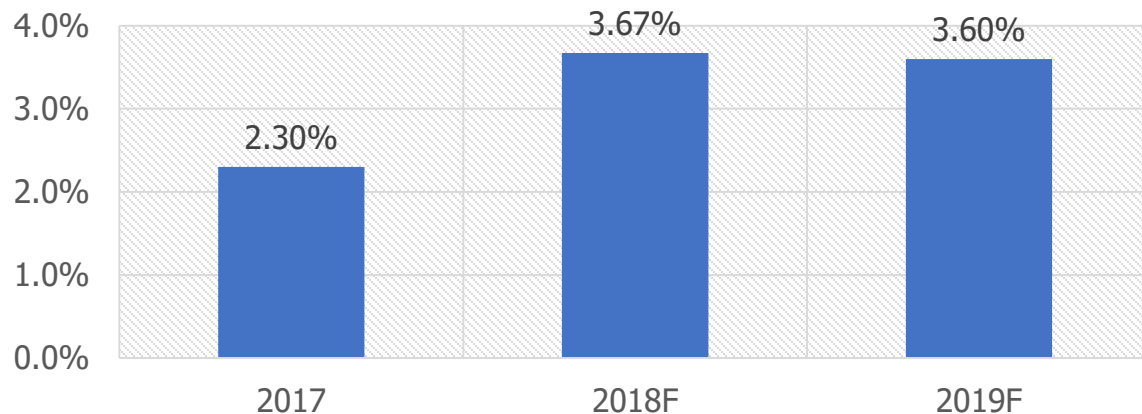
Nợ công/GDP



Nợ nước ngoài / Nợ công



Bộ chi ngân sách/GDP



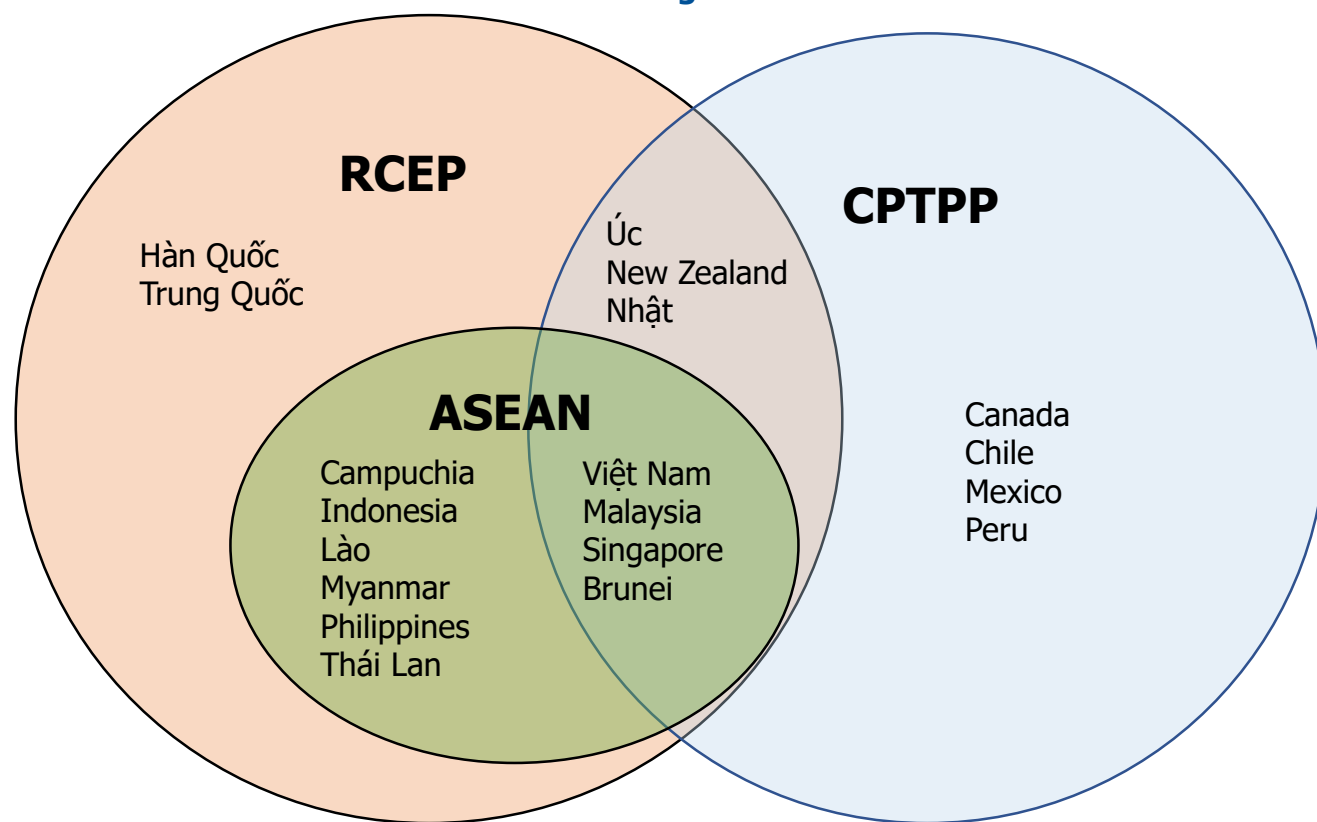
Chính phủ nỗ lực giảm thâm hụt ngân sách nhờ tăng trưởng GDP và tăng trưởng tiêu dùng tích cực trong giai đoạn 2019-2020. Các cải cách về thuế, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước, tinh giảm biên chế và luật đầu tư công mới được Quốc hội phê duyệt sẽ góp phần tăng doanh thu, giảm chi và cải thiện ngân sách nhà nước.

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM 2020

Các hiệp định FTA sẽ tác động tích cực đến hoạt động sản xuất xuất khẩu

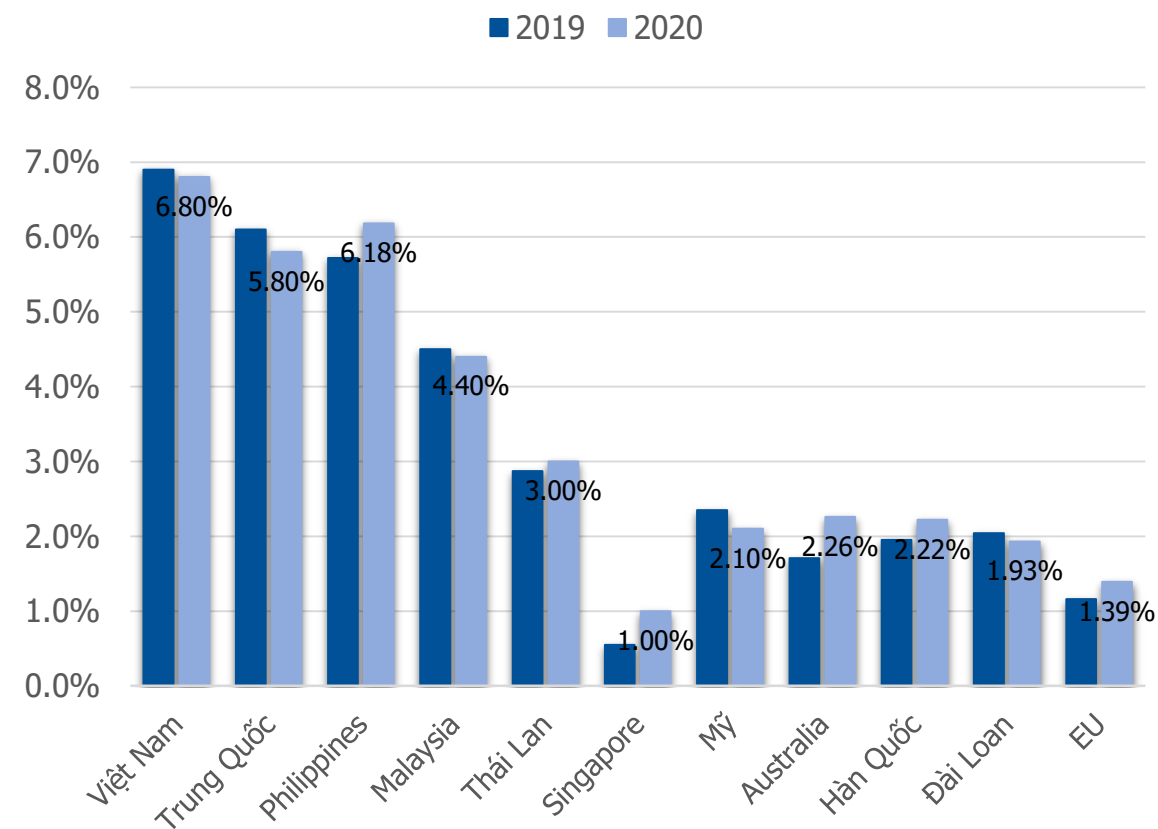
Việt Nam đang tham gia đàm phán RCEP, hiệp định thương mại tự do giữa các quốc gia ASEAN và khối các nước châu Á, với quy mô 40% GDP thế giới và 45% dân số thế giới (trước khi Ấn Độ rút khỏi hiệp định), lớn hơn nhiều so với EU và NAFTA. RCEP dự kiến được ký kết trong năm 2020 sẽ góp phần làm giảm mức thuế quan và kích thích hoạt động xuất khẩu cũng như hỗ trợ tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong giai đoạn tới.

**Các hiệp định thương mại Châu Á
Thái Bình Dương**



Nguồn: IMF, MBS

Tăng trưởng GDP 2020

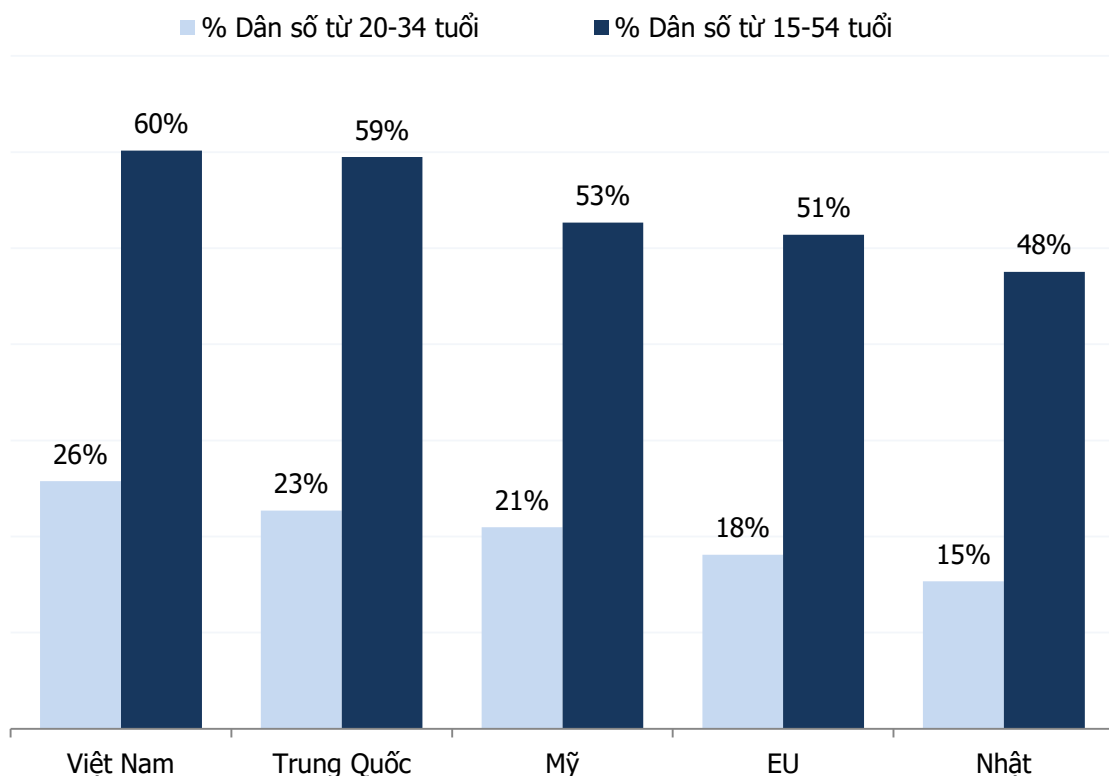


TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM DÀI HẠN

Cơ cấu dân số trẻ là động lực tăng trưởng

Việt Nam đang ở trong thời kỳ dân số vàng với 56 triệu người trong độ tuổi lao động, chiếm 58% tổng dân số. Trong 15 năm tới Việt Nam vẫn được hưởng lợi từ xu hướng nhân khẩu học này và do đó sẽ là điểm đến của các dòng vốn đầu tư trên thế giới. Dân số trẻ cũng mở ra cơ hội đầu tư tại các lĩnh vực sản xuất, dịch vụ cho người tiêu dùng trẻ.

Cơ cấu dân số trẻ (2018)



Lực lượng lao động của Việt Nam

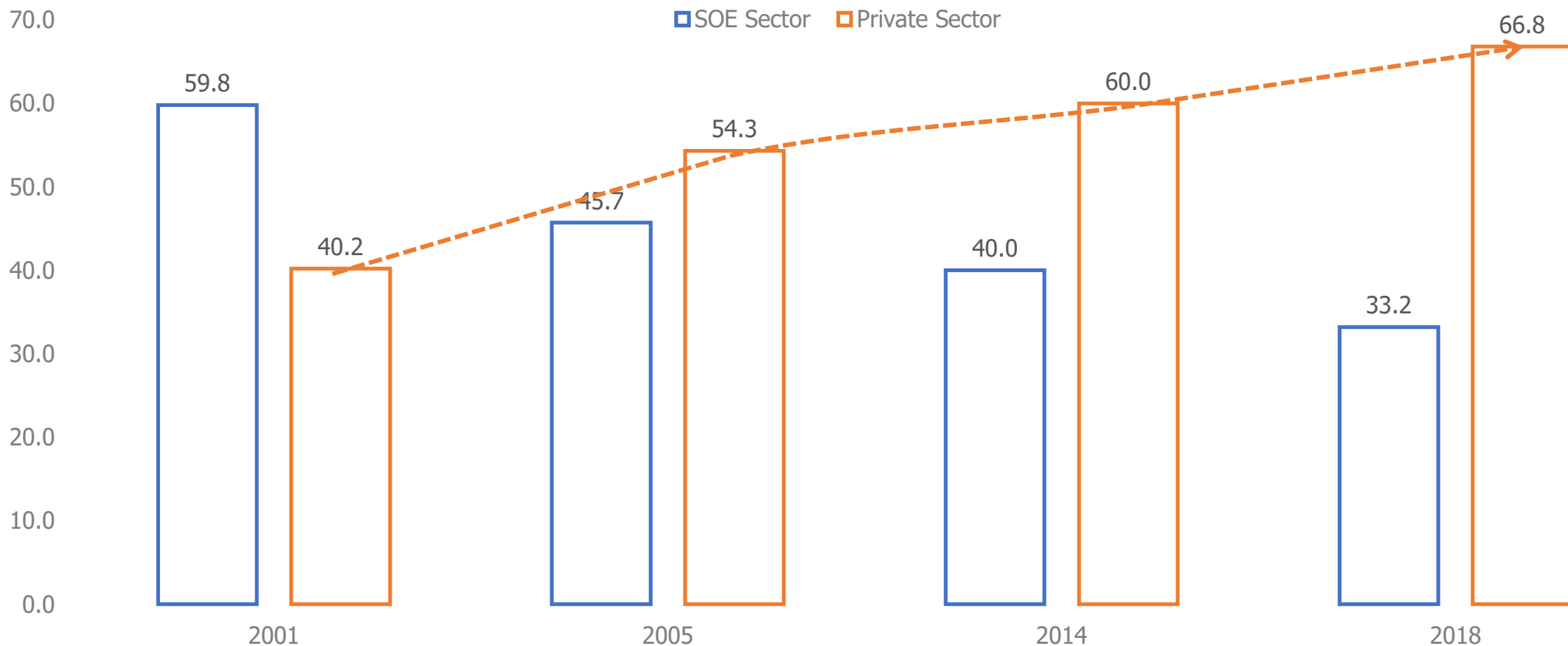
Năm	Lực lượng lao động	Tổng dân số (triệu người)	% Lực lượng lao động / Dân số
2010	50.39	86.93	57.97%
2011	51.4	87.84	58.51%
2012	52.35	88.81	58.94%
2013	53.25	89.76	59.32%
2014	53.75	90.73	59.24%
2015	53.98	91.71	58.86%
2016	54.45	92.69	58.74%
2017	54.82	93.64	58.55%
2018	55.2	94.58	58.37%

Nguồn: Tổng cục thống kê, World Bank.

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM DÀI HẠN

Khu vực kinh tế tư nhân ngày càng phát triển

Khu vực kinh tế tư nhân ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nền kinh tế Việt Nam, được định hướng sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong thời gian tới. Khu vực kinh tế nhà nước kém hiệu quả đang được thu hẹp và tái cơ cấu mạnh mẽ thông qua quá trình cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước.

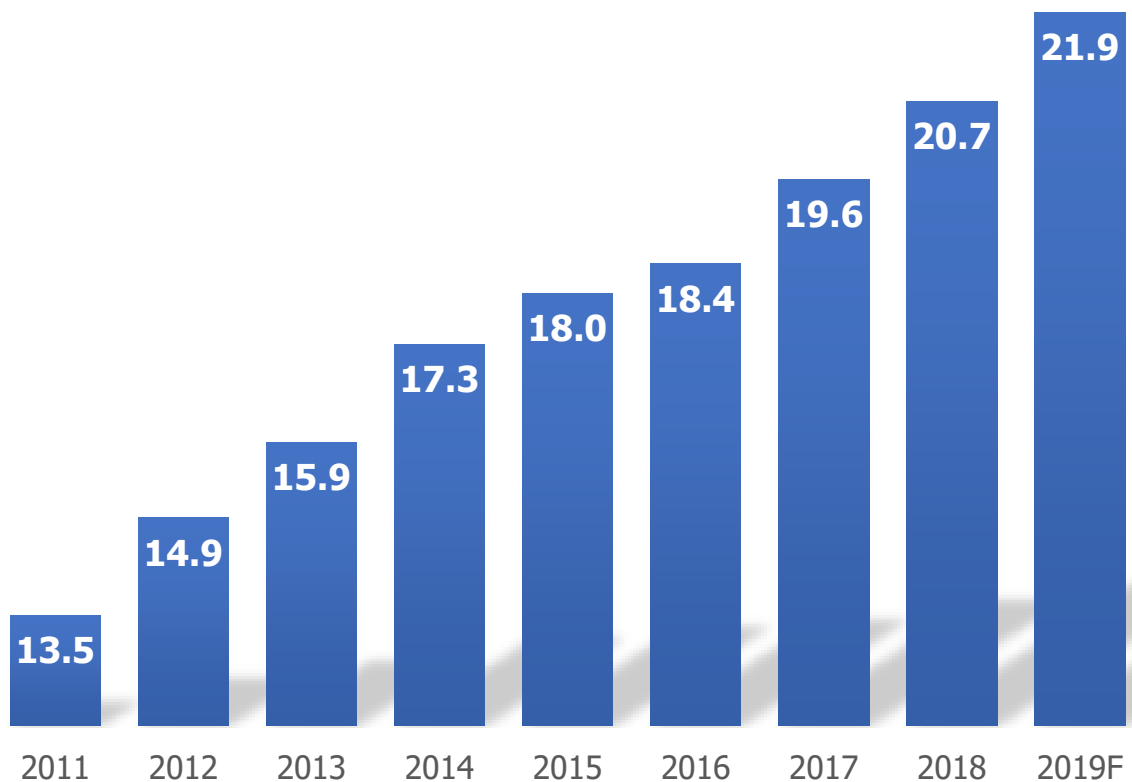


TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM DÀI HẠN

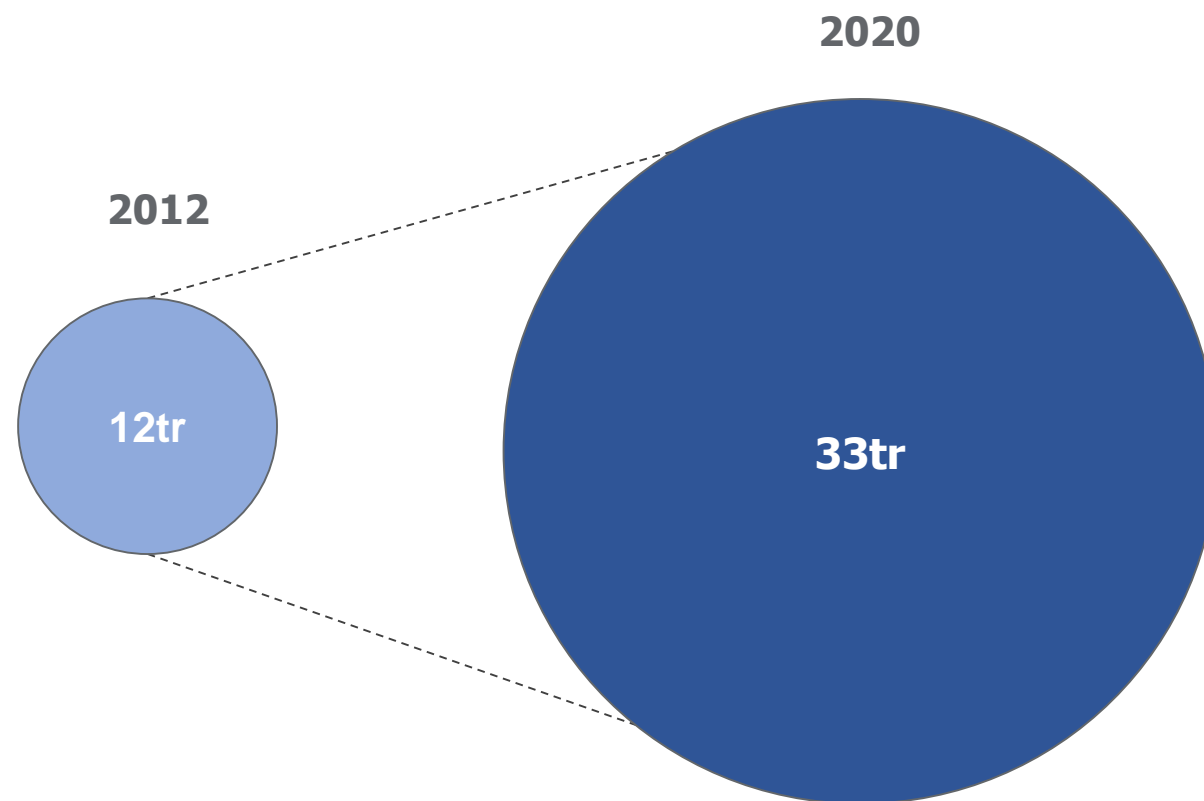
Tầng lớp trung lưu tăng mạnh

Trong vòng 8 năm, số lượng người Việt Nam thuộc tầng lớp trung lưu dự kiến sẽ tăng lên gần gấp 3 lần. Tiền lương trung bình của người lao động tại các công ty niêm yết sau 8 năm tăng từ 13,5 triệu đồng lên 22 triệu đồng. Tầng lớp trung lưu sẽ là nền tảng và động lực cho nền kinh tế trong 15 năm tới.

Tiền lương trung bình tại các công ty niêm yết



Tăng trưởng tầng lớp trung lưu



TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM DÀI HẠN

Kinh tế Việt Nam đang có điểm tương đồng Trung Quốc giai đoạn 10 năm trước?

Kinh tế Việt Nam hiện tại có khá nhiều nét tương đồng với kinh tế Trung Quốc năm 2008, về tỷ lệ tầng lớp trung lưu, thu nhập bình quân đầu người và tỷ lệ đô thị hóa có nhiều nét tương đồng. Việt Nam sẽ đạt ngưỡng thu nhập bình quân đầu người tương đương TQ trong 12 năm tới nếu duy trì được nhịp độ tăng trưởng hiện tại.

	TRUNG QUỐC 12 NĂM TRƯỚC	VIỆT NAM TƯƠNG LAI?
	2008	2019
% Tầng lớp trung lưu/ Dân số	26%	26%
GDP bình quân đầu người (US\$)	3,400	3,300
Tỷ lệ đô thị hóa (%)	45%	37%

TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM

Một số chỉ báo kinh tế quan trọng

Các chỉ tiêu kinh tế	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
1. GDP, dân số và thu nhập							
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	186.2	193.2	205.3	223.8	245.2	262.4	280.3
Tăng trưởng GDP thực (%)	6	6.7	6.2	6.8	7.1	7	6.8
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	13.8	7.9	9	21.8	13.2	8.1	7
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	12	12	5.6	21.9	11.1	7.1	7.5
Dân số (triệu người)	91.4	92.7	93.6	94.6	95.5	96.4	97.3
GDP/đầu người (USD)	2,047	2,086	2,172	2,353	2,551	2,740	2,955
Tỷ lệ thất nghiệp (%)	2.1	2.33	2.33	2.2	2.2	2.2	2.2
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)							
Nợ chính phủ	46.4	49.2	52.7	51.7	50	49.2	48.5
Nợ công	58	61	63.7	61.4	58.4	56.1	54.3
Nợ nước ngoài	38.3	42	44.8	48.9	46	45.8	45.5
3. Các chỉ số tài chính							
Tỷ giá USD/VND	21,373	22,485	22,740	22,690	23,180	23,228	23,460
Lạm phát (%)	4.10	0.60	2.70	3.50	3.50	2.80	3.70
Tăng trưởng tín dụng	14.20	17.10	18.70	18.20	13.90	13.00	14.20
Lãi suất cho vay 12 tháng	8.80	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50
Cán cân thương mại (triệu USD)	2,368	(3,759)	1,602	1,903	6,795	9,900	9,400
Hàng hóa: Xuất khẩu (triệu USD)	150,217	162,017	176,581	215,119	243,483	263,500	281,900
Hàng hóa: Nhập khẩu (triệu USD)	147,849	165,776	174,978	213,215	236,688	253,600	272,512
Cán cân vãng lai (triệu USD)	9,074	(119)	5,924	4,676	5,844	5,435	5,266
Tổng dự trữ ngoại hối (triệu USD)	34,575	28,616	36,906	49,497	54,491	79,000	N/A

Nguồn: MOF, SBV, IMF, IMF Financial Statistics, EIU, Bloomberg, NFSC, MBS tổng hợp.

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Triển vọng thị trường chứng khoán 2020

- **TTCK thế giới: Chu kỳ tăng trưởng tiếp tục được kéo dài nhờ chính sách nới lỏng của NHTW**
 - Các NHTW có xu hướng tiếp tục nới lỏng chính sách hỗ trợ thanh khoản
 - Xu hướng hạ lãi suất của các NHTW lớn đã tạo hiệu ứng cắt giảm lãi suất trên toàn cầu
 - Thị trường chứng khoán Mỹ ở vùng định giá cao
 - Rủi ro suy thoái có gia tăng nhưng vẫn ở mức thấp
- **TTCK Việt Nam triển vọng lạc quan hơn trong 2020**
 - Triển vọng dài hạn tích cực nhờ động lực từ tăng trưởng kinh tế duy trì mức cao
 - Luật chứng khoán sửa đổi hứa hẹn sự thay đổi mang tính nền tảng
 - Việc triển khai các giải pháp nâng hạng thị trường là một cơ hội lớn đối với TTCK Việt Nam trong thời gian tới.



Macro outlook



Stock market outlook



Key investment themes



Stock picks

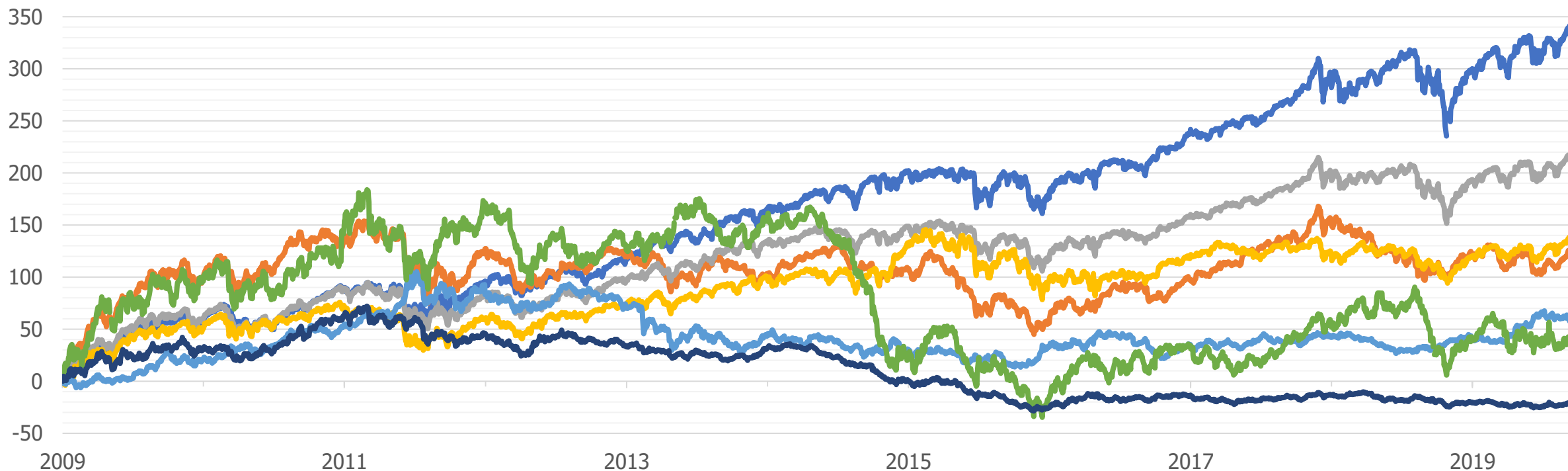
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

TTCK vẫn là kênh hấp dẫn và có mức hồi phục mạnh mẽ nhất kể từ sau khủng hoảng 2007-2008

Trong chu kỳ 10 năm phục hồi kể từ sau khủng hoảng tài chính thế giới 2007-2009, thị trường chứng khoán là kênh đầu tư có lợi suất tốt nhất được dẫn dắt bởi xu hướng hồi phục của TTCK Mỹ. Chỉ số S&P500 đã tăng khoảng 342% cao hơn mức tăng chung của chỉ số chứng khoán thế giới MSCI World Index là 218% và vượt trội so với các tài sản tài chính khác như Vàng hay Dầu thô và hàng hóa nói chung...

Diễn biến các thị trường kể từ sau khủng hoảng T3/2009

- S&P 500 Index
- MSCI Emerging Markets Index
- MSCI World Index
- MSCI Europe Index
- Gold Spot \$/Oz
- Generic 1st 'CL' Future
- Bloomberg Commodity Index

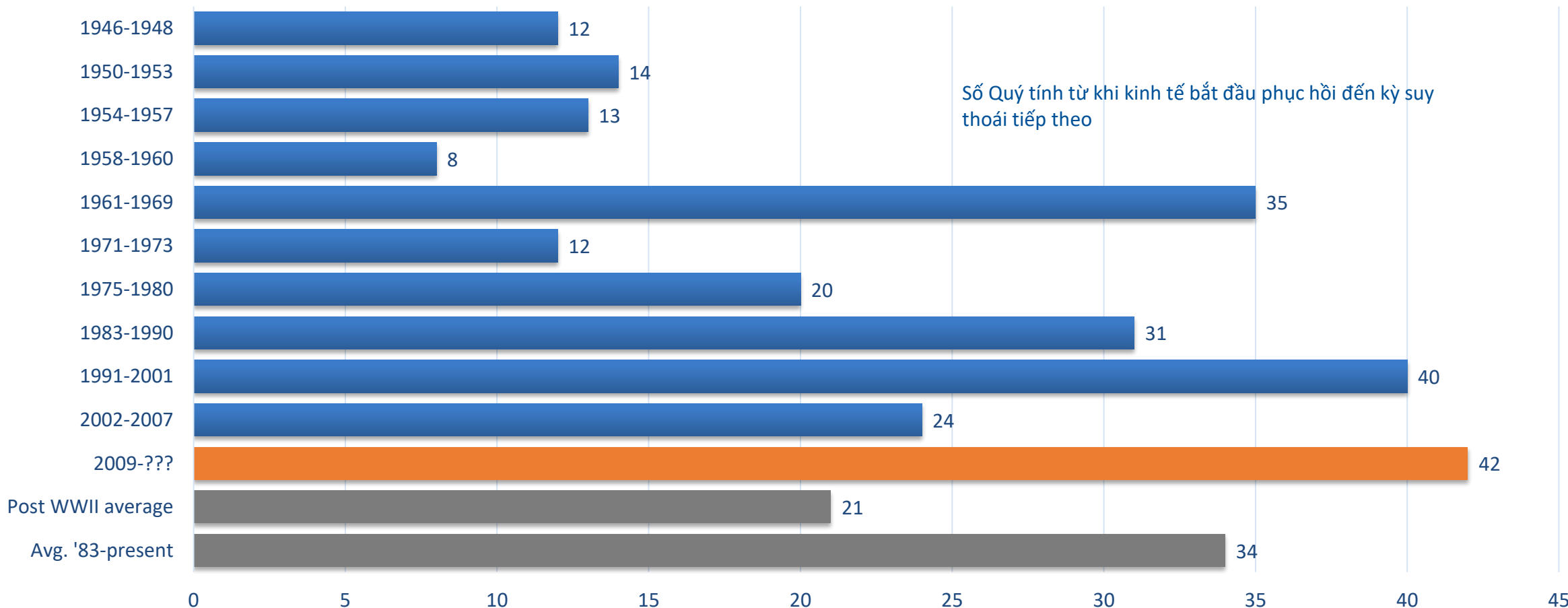


DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Lo ngại về tính chu kỳ của TTCK toàn cầu gia tăng trong năm 2019

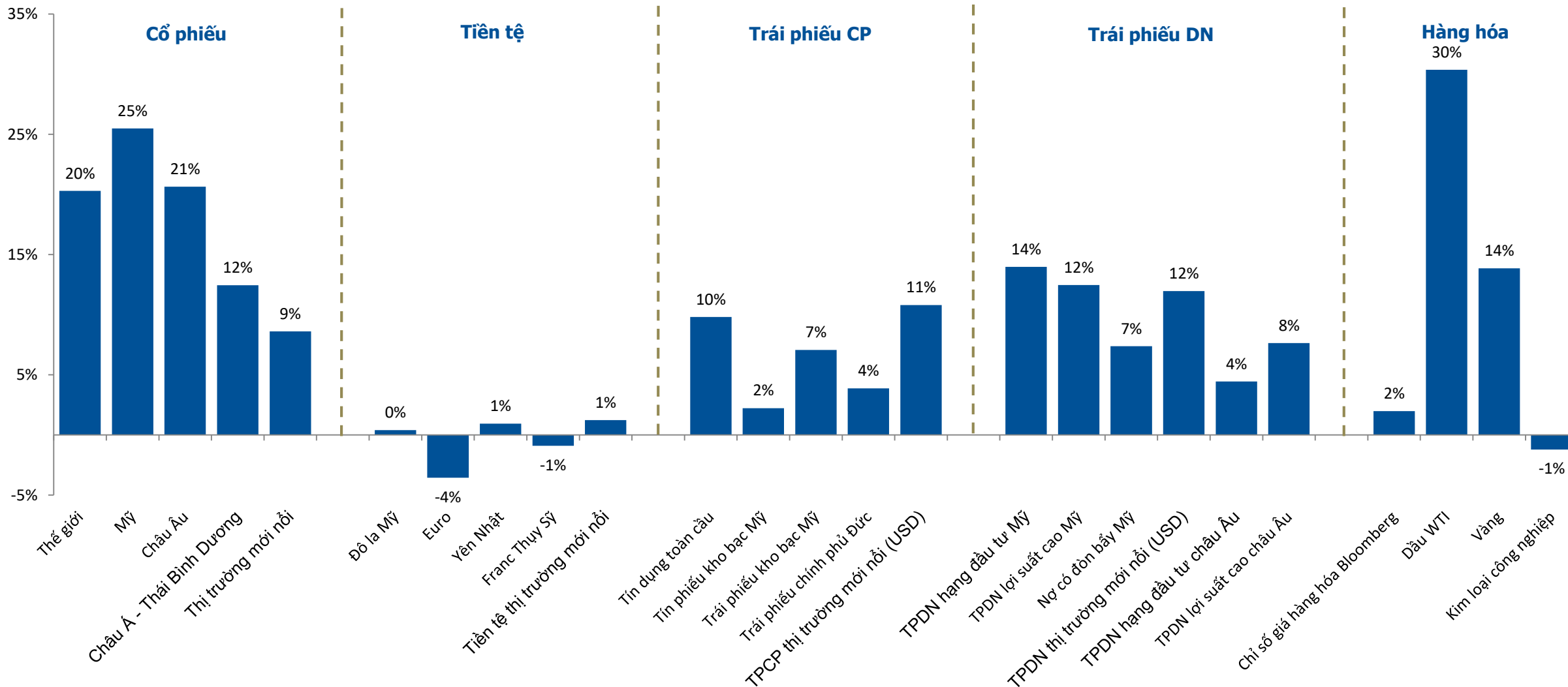
Kể từ tháng 03/2009, kinh tế mỹ đã trải qua giai đoạn phục hồi kéo dài 42 quý liên tiếp sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008. Dưới tác động của yếu tố chu kỳ và áp lực suy giảm kinh tế do ảnh hưởng của Chiến tranh thương mại, rủi ro ngắn hạn có xu hướng gia tăng.

Độ dài chu kỳ kinh tế Mỹ tính theo Quý



DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Lo ngại về tính chu kỳ của TTCK toàn cầu gia tăng trong năm 2019



Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

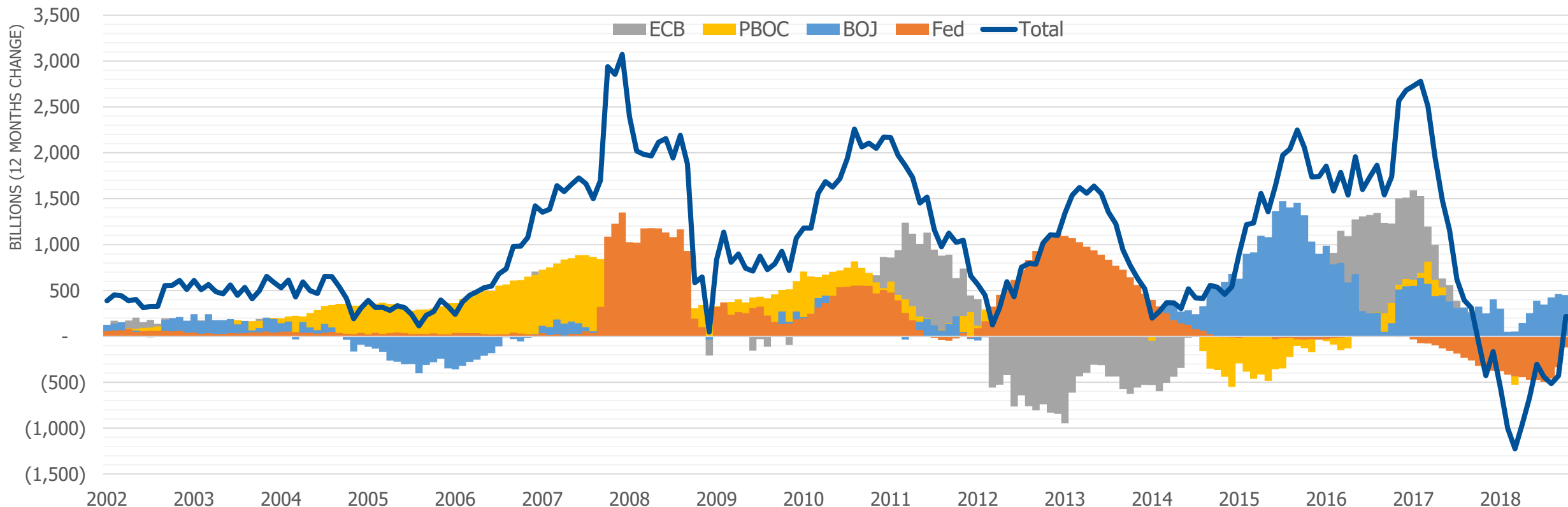
Stock picks

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

NHTW đang cố gắng giảm bớt ảnh hưởng tiêu cực của đà giảm tốc kinh tế

Các NHTW mà dẫn dắt xu hướng là FED đã có những hành động xoay chuyển khá nhanh trong năm qua. Sau khi tăng mạnh lãi suất đồng thời với việc giảm bảng cân đối tài sản vào 2018, FED đã quay trở lại hạ lãi suất 3 lần trong năm 2019 và bắt đầu quá trình mở rộng bản cân đối trở lại. Nếu như cách đây 10 năm Fed với quan điểm nới lỏng định lượng (QE) đã mua vào tài sản để kéo nền kinh tế thoát khỏi cuộc Đại suy thoái. Thì lần này, Fed sẽ tìm cách đáp ứng nhu cầu về tiền mặt của các ngân hàng bằng việc cố gắng hiệu chỉnh mức dự trữ tài sản phù hợp. Cùng với đó là quá trình nới lỏng của BOJ và ECB. Với diễn biến bươm tiền liên tục của các NHTW, chu kỳ tăng trưởng của kinh tế và TTCK có thể sẽ tiếp tục được kéo dài và là chu kỳ dài nhất trong lịch sử.

Thay đổi tổng tài sản của các NHTW



DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Xu hướng hạ lãi suất điều hành diễn ra trên toàn cầu

Lãi suất chính sách của các NHTW toàn cầu - 21.11.2019

Quốc gia	Loại lãi suất điều hành	Mức lãi suất	Lạm phát T.9 n/n	Lãi suất điều hành thực tế	Động thái gần nhất	Ngày thay đổi lãi suất gần nhất	Số lần thay đổi lãi suất YTD	Mức thay đổi lãi suất YTD (bps)	Mức thay đổi ttck(YTD) (11/21/2019)	TTCK
New Zealand	Overnight cash rate	1.00%	1.50%	-0.50%	Giảm	7/8/19	2	-75	24.37	S&P/NZX 50 Index Gross
Nga	Key rate	6.50%	4.00%	2.50%	Giảm	25/10/19	4	-125	24.02	MOEX Russia Index
Thụy Sĩ	Targeted rate	-0.75%	0.10%	-0.85%	Giảm	15/1/15	0	0	22.45	SWISS MARKET INDEX
Eurozone	Deposit rate	-0.50%	1.00%	-1.50%	Giảm	12/9/19	1	-10	22.04	Euro Stoxx 50 Pr
Thụy Điển	Repo rate	-0.25%	1.50%	-1.75%	Tăng	20/12/18	0	0	21.56	OMX STOCKHOLM 30 INDEX
Brazil	Benchmark Selic rate	5.00%	2.90%	2.10%	Giảm	30/10/19	3	-150	20.45	BRAZIL IBOVESPA INDEX
Đan Mạch	Deposit rate	-0.75%	0.50%	-1.25%	Giảm	12/9/19	1	-10	20.29	OMX COPENHAGEN 20 INDEX
Mỹ	Fed fund rate	1.75%	1,8%*	-0.05%	Giảm	30/10/19	3	-75	19.26	DOW JONES INDUS. AVG
Canada	Overnight rate	1.75%	1.90%	-0.15%	Tăng	24/10/18	0	0	18.73	S&P/TSX COMPOSITE INDEX
Australia	Cash rate	0.75%	1.70%	-0.95%	Giảm	1/10/19	3	-75	18.18	S&P/ASX 200 INDEX
Thổ Nhĩ Kỳ	1-week repo auction rate	14.00%	9.30%	4.70%	Giảm	24/10/19	3	-1000	16.85	BIST 100 INDEX
Trung Quốc **	Loan Prime Rate	4.15%	3.00%	1.15%	Giảm	20/11/19	3	-16	16.43	SHANGHAI SE COMPOSITE
Nhật Bản	Policy rate	-0.10%	0.20%	-0.30%	Giảm	29/1/16	0	0	15.11	NIKKEI 225
Na Uy	Policy rate	1.50%	1.50%	0.00%	Tăng	19/9/19	3	75	10.75	OBX STOCK INDEX
Việt Nam	Refinancing rate	6.00%	2,24%*	3.76%	Giảm	13/9/19	1	-25	10.68	HO CHI MINH STOCK INDEX
Ấn Độ	Policy repo rate	5.15%	4.00%	1.15%	Giảm	4/10/19	5	-135	10.50	Nifty 50
Nam Phi	Repurchase rate	6.50%	4.10%	2.40%	Giảm	18/7/19	1	-25	7.63	FTSE/JSE AFRICA TOP40 IX
Anh	Bank rate	0.75%	1.70%	-0.95%	Tăng	2/8/18	0	0	7.14	FTSE 100 INDEX
Philippines	Overnight reverse repurchase rate	4.00%	0.90%	3.10%	Giảm	26/9/19	3	-75	4.73	PSEi - PHILIPPINE SE IDX
Mexico	Targeted overnight interbank rate	7.50%	3.00%	4.50%	Giảm	14/11/19	3	-75	4.72	S&P/BMV IPC
Arab Saudi	Repo rate	2.25%	-0.70%	2.95%	Giảm	30/10/19	3	-75	2.83	TADAWUL ALL SHARE INDEX
Hàn Quốc	Base rate	1.25%	-0.40%	1.65%	Giảm	16/10/19	2	-50	2.72	KOSPI INDEX
Thái Lan	Policy rate	1.25%	0.30%	0.95%	Giảm	6/11/19	2	-50	1.44	STOCK EXCH OF THAI INDEX
Indonesia	BI 7-day reverse repo rate	5.00%	3.40%	1.60%	Giảm	24/10/19	4	-100	(1.25)	JAKARTA COMPOSITE INDEX
Malaysia	Overnight policy rate	3.00%	1.10%	1.90%	Giảm	7/5/19	1	-25	(5.82)	FTSE Bursa Malaysia KLCI

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

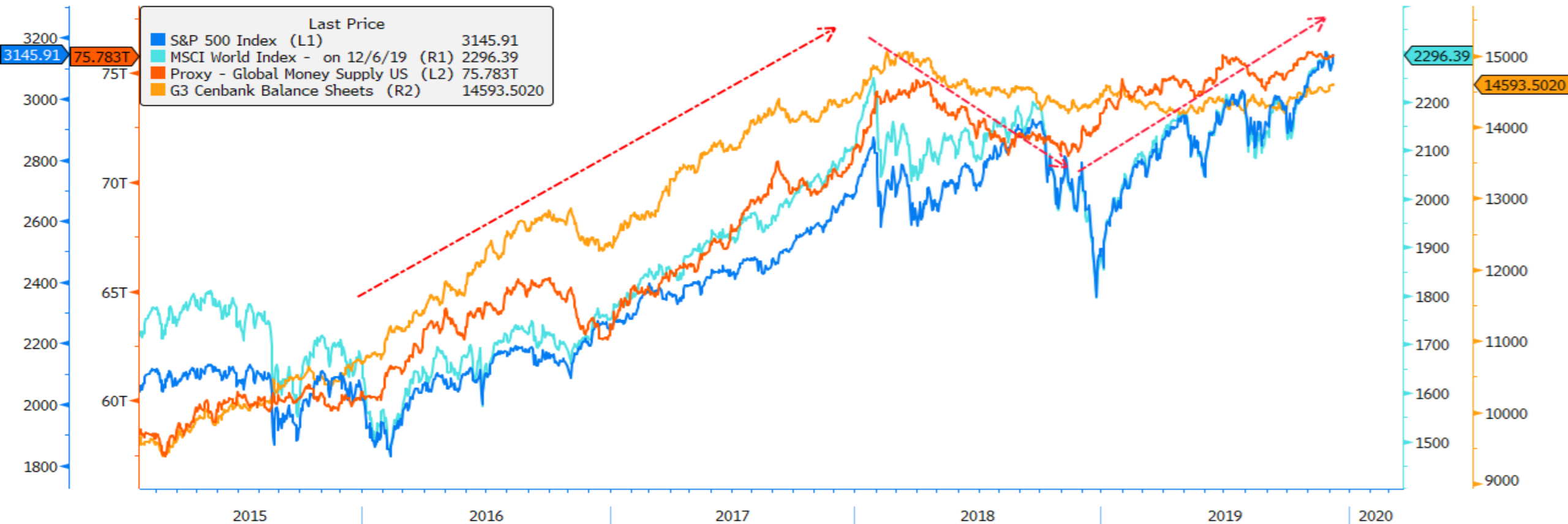
Stock picks

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Cung tiền trên toàn cầu đang hỗ trợ đà tăng của TTCK

Có thể dễ dàng nhận thấy sự đồng pha giữa cung tiền (M2) của các NHTW toàn cầu và bản cân đối của 3 NHTW lớn trên thế giới (FED, BOJ, ECB) là rất lớn. Điều đó cho thấy cung tiền của hệ thống NHTW tác động rất quan trọng đến xu hướng TTCK sau giai đoạn mở rộng của các gói QE và thời điểm điều chỉnh của Fed trong 2018 cũng như xu hướng sắp tới.

Global Money Supply vs Stock Market
Central Banks continue easing



Source: Bloomberg

SPX Index (S&P 500 Index) Global Money Supply Daily 10DEC2014-09DEC2019

Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

09-Dec-2019 14:47:30

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Thị trường chứng khoán Mỹ đang ở vùng định giá cao

Shiller P/E hay gọi là P/E 10, là thước đo định giá sử dụng thu nhập thực tế trên mỗi cổ phần (EPS) trong khoảng thời gian 10 năm để làm giảm bớt sự biến động của lợi nhuận doanh nghiệp xảy ra trong các giai đoạn khác nhau của chu kỳ kinh doanh. P/E đã được điều chỉnh theo lạm phát (CAPE) của giáo sư Robert Shiller – Nobel Kinh tế năm 2013, có khả năng dự đoán khá cao về thị trường, như dự đoán bong bóng những năm 1990 của Mỹ. Mức P/E 10 hiện tại của Mỹ đang ở mức 29.17 lần cao hơn mức trung bình 10 năm và 30 năm gần nhất cho thấy thị trường chứng khoán Mỹ đang ở vùng định giá cao và khá đắt đỏ sau chu kỳ tăng mạnh vừa qua.

Chỉ số P/E được điều chỉnh theo chu kỳ (Shiller P/E)



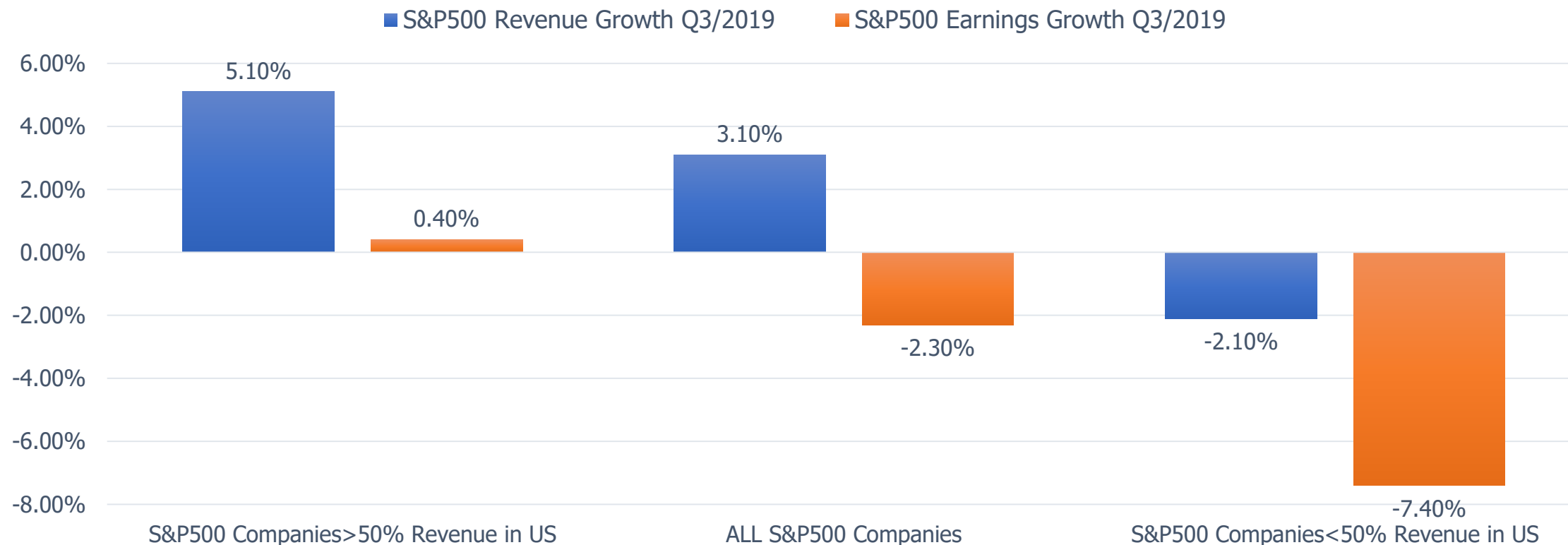
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Lợi nhuận Q3 của S&P 500 suy giảm

Kết thúc Q3 2019, Tốc độ tăng trưởng doanh thu các công ty trong rổ S&P 500 cho Q3 2019 là 3.1%. Đối với các công ty tạo ra hơn 50% doanh số bán hàng bên trong Hoa Kỳ, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân là 5.1%. Đối với các công ty tạo ra ít hơn 50% doanh số bán hàng bên trong Hoa Kỳ, tốc độ tăng trưởng doanh thu giảm -2.1%.

Về lợi nhuận: Tăng trưởng lợi nhuận các công ty trong rổ S&P 500 đã xuất hiện tín hiệu giảm -2.3% so với cùng kỳ. Đối với các công ty tạo ra hơn 50% doanh số bán hàng bên trong Hoa Kỳ, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trung bình là 0.4%. Đối với các công ty tạo ra ít hơn 50% doanh thu bên trong Hoa Kỳ, lợi nhuận có xu hướng sụt giảm lên đến -7.4%.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận dòng S&P : Q3 2019



DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Dự báo chỉ số S&P 500 trong năm 2020: Đà tăng chứng lại!

Mặc dù tăng trưởng kinh tế Mỹ đã chậm lại và KQKD của các doanh nghiệp trong những quý gần đây đang thể hiện rõ sự ảnh hưởng nhưng theo khảo sát từ các ngân hàng đầu tư lớn chia sẻ trong những báo cáo gần đây thì quan điểm chung là tương đối lạc quan về triển vọng tăng trưởng của TTCK Mỹ trong năm sau. Với kinh tế và TTCK đang ở giai đoạn cuối chu kỳ do đó mức tăng cũng được dự báo ở một con số với mức trung bình là 5.2% so với 2019.

S&P500 (11/12/2019)	3,136	Dự báo T12/2020	Tăng trưởng so với 11/12/2019	EPS 2019E (USD)	Tăng trưởng (n/n)	EPS 2020E (USD)	Tăng trưởng (n/n)
Credit Suisse		3,425	9.2%	164.5	1%	173	5.20%
BMO capital	Bull case	3,675	17.2%			176	
	Base case	3,400	8.4%				
	Bear case	2,775	-11.5%				
Goldman Sachs		3,400	8.4%			174	
Canaccord Genuity		3,350	6.8%			176	
RBC		3,350	6.8%				
Citigroup		3,300	5.2%			174.25	
Jefferies		3,300	5.2%			176	
Bank of America Merrill Lynch		3,300	5.2%			177	
Barclays		3,300	5.2%			166	
LPL Financial		3250 - 3300	3.6% - 5.2%	165	2.10%	175	6.10%
Stifel		3,265	4.1%				
Deutsche Bank		3,250	3.6%			175	
Wells Fargo Institute		3,250	3.6%				
Invesco		3,150	0.4%				
UBS		3,000	-4.3%			170	
Morgan Stanley	Bull case	3,250	3.6%	163	0.90%	179	9.50%
	Base case	3,000	-4.3%				
	Bear case	2,750	-12.3%				
Median		3,300	5.2%			175	

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Xu hướng dòng vốn quốc tế

Dòng vốn gián tiếp đầu tư vào TTCK có xu suy giảm ở các thị trường lớn tại khu vực Châu Mỹ và Đông Nam Á, nhưng tăng mạnh vào khu vực Châu Âu và một số nước khu vực Emerging (Dubai, Qatar) và Châu Á như Hàn Quốc, Đài Loan, Trung Quốc...

Foreign Porfolio Investment									
Equity	Currency: Mil,USD								
No	Country	Daily	Weekly	MTD	QTD	YTD	12M	YOY Lvl	Source: Bloomberg
Asia		Mln	Mln	Mln	Mln	Mln	Mln	Mln	Mln
Japan	12/13/2019		-475.41	-2,321.10	38,119.90	-1,383.70	-5,846.94	39,300.60	
S.Korea	12/19/2019	157.25	774.40	1,003.89	-2,228.34	904.13	1,168.52	6,596.27	
Taiwan	12/18/2019	187.92	289.83	2,145.96	8,201.19	10,677.70	10,332.20	21,850.20	
China	9/30/2019			9,184.84	9,700.74	81,188.35	62,223.14		
India	12/17/2019	170.91	293.49	216.56	5,428.22	13,588.90	13,548.20	18,190.50	
Malaysia	12/18/2019	27.40	-6.90	-295.10	-781.10	-2,685.40	-2,783.80	-41.30	
Indonesia	12/18/2019	187.55	240.04	291.94	-469.80	3,186.09	3,159.60	6,780.50	
Thailand	12/18/2019	48.09	-82.71	-609.88	-1,122.30	-1,294.99	-1,324.21	7,465.79	
Philippines	12/18/2019	-20.84	-50.89	-70.24	-255.83	-137.36	-180.14	748.34	
Vietnam	12/18/2019	-2.05	-0.47	-44.87	-173.59	187.53	203.89	-1,674.36	
Sri Lanka	12/18/2019	-0.30	-0.50	-3.40	-48.75	-62.30	-71.53	-32.82	
Americas									
Brazil	12/16/2019	219.40	219.40	-594.14	-5,037.66	-10,329.80	-10,979.10	-8,847.72	
Canada	10/31/2019			-1,626.26	264.40	-1,626.26	6,357.22	-9,067.00	
United State	10/31/2019			-4,277.00	-4,277.00	-34,215.00	-58,059.00	3,413.00	
EMA									
Euro Area	9/30/2019			48,757.10	154,296.80	199,448.90	227,346.60	-3,996.80	
Dubai	12/18/2019	9.56	23.48	36.97	163.54	589.69	578.33	916.87	
Qatar	12/17/2019	37.97	32.62	38.92	144.00	1,433.99	1,502.60	-949.74	
South Africa	12/17/2019	60.50	60.50	-465.04	-3,007.40	-8,785.24	-9,000.83	-5,910.69	

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

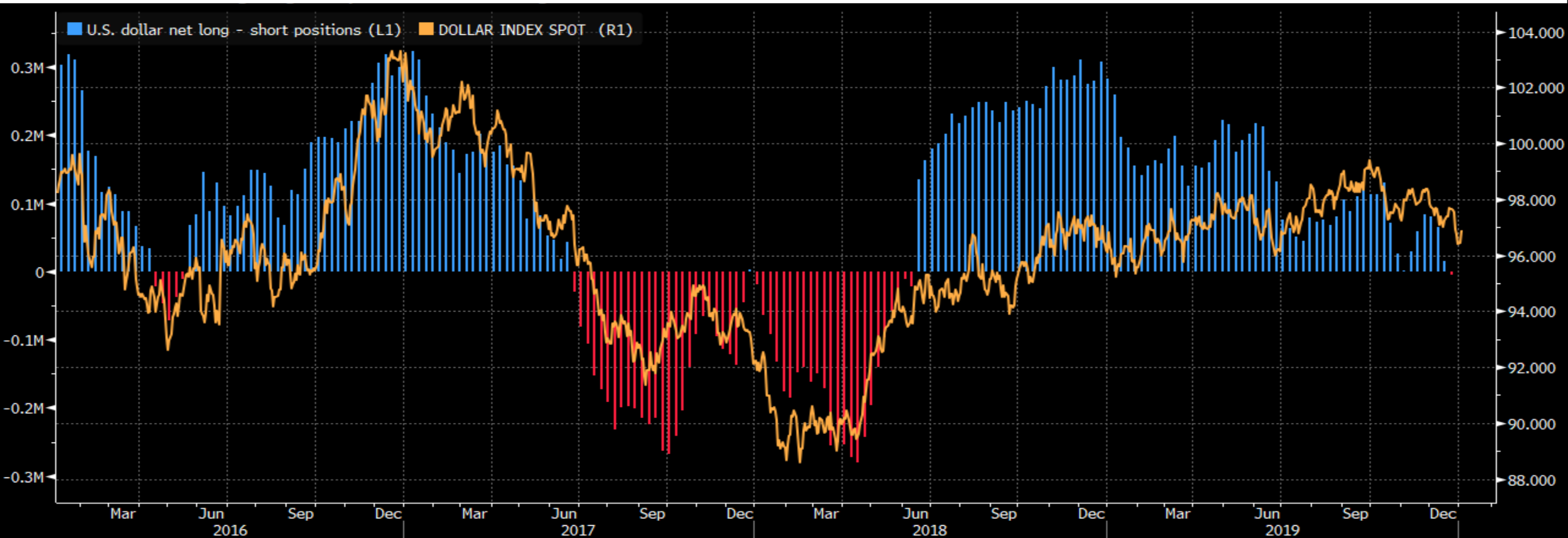
Stock picks

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Xu hướng dòng vốn quốc tế

Xu hướng giảm giá trở lại của đồng Dollar trong năm 2020 sẽ là yếu tố **tác động tích cực hơn với dòng vốn trở lại khu vực thị trường mới nổi và cận biên** như đã từng diễn ra mạnh mẽ trong năm 2017. Chỉ số đo lường vị thế Long/short của Bloomberg đang cho thấy xu hướng long dollar đang yếu đi và dịch chuyển sang phía short dollar.

Xu hướng giảm giá USD có thể sẽ diễn ra trong 2020



Source: CFTC, Bloomberg

.USDNET G Index (Dollar Net Longs/shorts) Dollar Positions Nov. Daily 07JAN20

Copyright© 2020 Bloomberg Finance L.P.

05-Jan-2020 16:30:05

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK THẾ GIỚI

Rủ ro địa chính trị khu vực Trung Đông

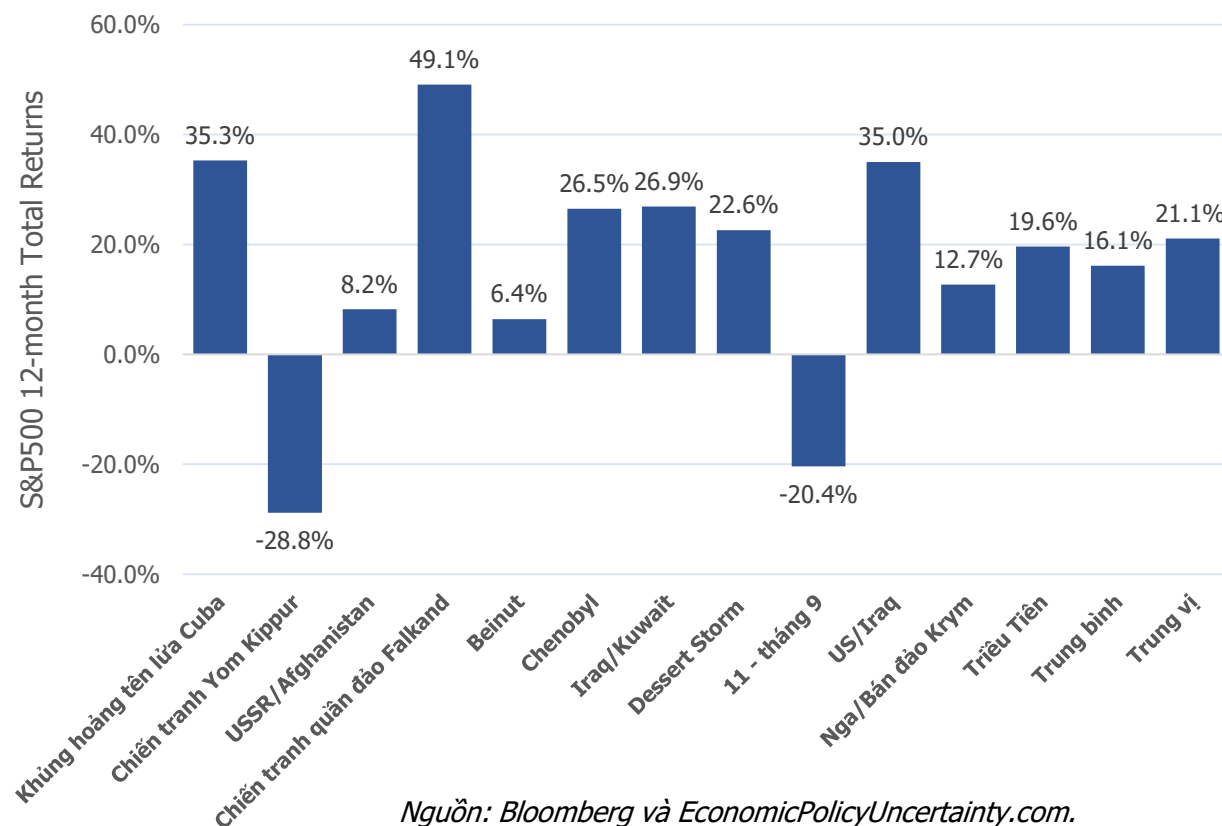
Về quan ngại giữa Mỹ và Iran trong thời điểm cuối tuần qua cũng gây lên những mối lo về khả năng có xảy ra chiến tranh giữa hai nước hay không và thị trường chứng khoán thường phản ứng thế nào. Trên thực tế, Trung Đông trước đến nay vẫn như một "thùng thuốc súng" và luôn có thể xảy ra giao tranh bất kỳ lúc nào và ảnh hưởng đến giá và cung cầu các hàng hóa nhạy cảm như dầu mỏ hoặc vàng cũng như TTCK. Tuy nhiên, theo thống kê lịch sử thì TTCK có ảnh hưởng nhưng tương đối nhẹ nhàng với các vụ không kích của Mỹ tại khu vực này và phần lớn chỉ là các ảnh hưởng mang tính ngắn hạn.

Phản ứng của thị trường với các cuộc không kích của Mỹ trong 30 năm qua tương đối yếu

Ngày	Địa điểm bị không kích	Cổ phiếu thế giới (MSCI AC World Index)		Vàng		Dầu mỏ		Lợi suất TP 10 năm của Mỹ		Đô la Mỹ	
		1 ngày	5 ngày	1 ngày	5 ngày	1 ngày	5 ngày	1 ngày	5 ngày	1 ngày	5 ngày
17/01/1993	Iraq	0.2%	1.1%	0.3%	0.5%	-0.2%	-1.1%	0.0%	0.0%	-0.8%	-1.5%
26/06/1993	Iraq	0.9%	-0.5%	-0.5%	2.3%	0.3%	-4.7%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
10/09/1995	Bosnia	0.5%	0.4%	0.3%	0.9%	0.2%	2.6%	0.0%	-0.1%	-0.1%	1.0%
03/09/1996	Nam Iraq	0.0%	0.9%	-0.2%	-1.0%	5.2%	6.7%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.8%
20/08/1998	Afghanistan & Sudan	-0.5%	-6.5%	0.6%	-0.5%	3.3%	1.6%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.4%
16/12/1998	Iraq	0.3%	4.9%	0.7%	-1.8%	7.2%	-3.7%	0.0%	0.1%	0.7%	0.7%
24/03/1999	Serbia & Montenegro	-0.3%	1.5%	-0.2%	-1.2%	-1.1%	8.3%	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%
03/03/2008	Somalia	-1.1%	-4.7%	0.9%	-0.1%	0.6%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.9%
17/12/2009	Yemen	-1.8%	0.5%	-2.5%	-3.7%	0.0%	5.5%	-0.1%	0.2%	0.9%	1.2%
19/03/2011	Libya	1.5%	2.8%	0.7%	0.7%	2.0%	4.3%	0.1%	0.2%	-0.4%	0.7%
22/09/2014	Syria	-0.9%	-2.4%	0.1%	-0.1%	-0.9%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%
12/10/2016	Yemen	-0.3%	0.4%	-0.2%	0.6%	-1.2%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%
06/04/2017	Syria	0.0%	-0.7%	0.4%	2.4%	-1.1%	3.8%	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.3%
14/04/2018	Syria	0.4%	0.2%	0.2%	-0.7%	-1.7%	1.5%	0.0%	0.0%	-0.4%	0.6%
Trung bình		-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.9%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%
Phần trăm số lần giảm giá		43%	36%	36%	57%	43%	29%	50%	57%	43%	29%

Nguồn: Charles Schwab, dữ liệu cập nhật đến ngày 19.06.2019

S&P500 tăng trung bình 16,1% sau 12 tháng kể từ khi Chỉ số rủi ro địa chính trị đạt đỉnh



Nguồn: Bloomberg và EconomicPolicyUncertainty.com.

Yếu tố dẫn dắt thị trường toàn cầu 2020

Yếu tố	Kìm hãm	Thúc đẩy
Chiến tranh thương mại		<ul style="list-style-type: none">▪ Ấn số chiến tranh thương mại tiếp tục là rủi ro lớn nhất đối với thị trường toàn cầu năm 2020. Căng thẳng thương mại leo thang trở lại sẽ là đòn chí mạng tới niềm tin kinh doanh, hoạt động đầu tư sản xuất và chuỗi cung ứng toàn cầu.▪ Mặc dù hiện tại Mỹ và Trung Quốc đang tiến gần tới thỏa thuận thương mại "giai đoạn một", nhưng khả năng hai bên đạt được một thỏa thuận thương mại toàn phần trong năm 2020 là tương đối thấp. Trong khi đó, tranh chấp thương mại giữa Mỹ và EU ngày một gia tăng với việc chính phủ châu Âu đánh thuế các doanh nghiệp công nghệ Mỹ và Mỹ trả đũa lên Airbus cũng như đe dọa áp dụng thuế quan lên ô tô nhập khẩu từ khu vực này.
Thay đổi cơ chế chính trị tại Mỹ và những căng thẳng địa chính trị khác		<ul style="list-style-type: none">▪ Kết quả bầu cử tại Mỹ với chiến thắng của một ứng viên đảng Dân chủ có thể gây ra những thay đổi chính sách bất lợi cho doanh nghiệp, đặc biệt là chương trình cắt giảm thuế của tổng thống Donald Trump đang được áp dụng từ đầu năm 2018 đến nay.▪ Những rủi ro địa chính trị khác vẫn luôn là mối đe dọa tiềm ẩn tới thị trường. Trong đó, cuộc biểu tình tại Hong Kong leo thang có thể dẫn tới phản ứng gay gắt của Trung Quốc và làm cản trở tiến trình đàm phán thương mại với Mỹ... hay những căng thẳng Mỹ - Iran có thể đe dọa tới nguồn cung dầu toàn cầu.

Yếu tố dẫn dắt thị trường toàn cầu 2020

Yếu tố	Kìm hãm	Thúc đẩy
Chính sách nới lỏng tiền tệ toàn cầu	<ul style="list-style-type: none">Làn sóng nới lỏng chính sách tiền tệ của các NHTW toàn cầu là yếu tố chính hỗ trợ thị trường trong năm 2019, và các chính sách này sẽ tiếp tục có ảnh hưởng tích cực trong năm 2020.Trong khi dư địa cho các NHTW lớn như Fed, ECB và BOJ thực hiện nới lỏng hơn nữa còn rất hạn chế, nhưng các NHTW còn lại trên thế giới, đặc biệt tại các quốc gia đang phát triển và thị trường mới nổi vẫn còn tiềm năng cắt giảm lãi suất và nới lỏng các điều kiện tài chính...Bên cạnh đó, tiền tệ nới lỏng còn có thể được thực hiện thông qua những kích thích tài khóa của các chính phủ châu Âu và Nhật Bản nhằm ngăn chặn đà suy giảm kinh tế trong các khu vực này. Dù khả năng xảy ra kịch bản này không cao, nhưng chỉ một động thái nới lỏng tài khóa khiêm tốn của các chính phủ này cũng có thể tạo động lực lớn cho thị trường đi lên.	
Tăng trưởng kinh tế và lợi nhuận doanh nghiệp		<ul style="list-style-type: none">Động lực thúc đẩy chủ yếu cho thị trường năm 2020 sẽ trở về là những yếu tố cơ bản như tăng trưởng kinh tế và lợi nhuận doanh nghiệp. Trong đó, tăng trưởng kinh tế toàn cầu được kỳ vọng cải thiện nhẹ trong nửa đầu năm 2020 nhờ chiến tranh thương mại được xoa dịu và định hướng chính sách mềm mỏng của các NHTW. Mặc dù đà hồi phục sẽ tương đối khiêm tốn, tuy nhiên sẽ đủ lớn để đưa nền kinh tế toàn cầu thoát khỏi nguy cơ rơi vào suy thoái.Lợi nhuận doanh nghiệp toàn cầu cũng được kỳ vọng cắt mạch giảm trong 18 tháng qua và bắt đầu tăng trưởng nhẹ trở lại, giúp cải thiện tâm lý của nhà đầu tư trên thị trường.

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

TTCK Việt Nam 2020:

1. Yếu tố vĩ mô

- Kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng cao so với các nước trong khu vực thị trường cận biên và mới nổi.
- Xu hướng dòng vốn vào Việt Nam vẫn tăng trưởng dương nhưng rủi ro gia tăng.
- Sửa đổi luật chứng khoán tạo hành lang pháp lý cho thị trường.
- Triển vọng gia nhập MSCI Emerging Market vẫn là động lực chính cho thị trường trong những năm tới.

2. Rủi ro lớn nhất đối với TTCK Việt Nam 2020

- Các yếu tố bên ngoài vẫn tiềm ẩn rủi ro:
 - i) Ảnh hưởng từ Chiến tranh thương mại, rủi ro địa chính trị tại các khu vực điểm nóng
 - ii) Xu hướng dòng vốn quốc tế
 - iii) Sự suy giảm của kinh tế Trung Quốc
 - iv) Tăng trưởng lợi nhuận DNNY

3. Mặt bằng định giá hiện tại của TTCK Việt Nam ở mức nào?

- Tương quan định giá của Việt Nam hiện tại sát với các nước trong khu vực nhưng ROE cao hơn.
- P/E forward 2020 ở mức khoảng 15.5.x – 16.5x

4. Chiến lược đầu tư 2020

- Trong bối cảnh thị trường chứng khoán toàn cầu biến động mạnh, dòng tiền vào thị trường có xu hướng giảm và ảnh hưởng bán ròn từ NĐTNN. Do đó, năm 2020 là năm dòng tiền sẽ rất chọn lọc và tập trung vào một số ngành tiêu biểu có nền tảng tăng trưởng tốt như:
 - i) Ngân hàng;
 - ii) Hàng tiêu dùng, bán lẻ;
 - iii) Công nghệ, phần mềm, viễn thông.
 - iv) Năng lượng, điện nước, vật liệu.

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

TTCK Việt Nam: Biến động mạnh do ảnh hưởng từ TTCK quốc tế!

TTCK Việt Nam vẫn không nằm ngoài những ảnh hưởng chung do tính chu kỳ của TTCK thế giới kể từ giai đoạn thành lập năm 2000 đến nay. Chỉ số VN-Index trải qua 3 thời kỳ bong bóng đến từ ảnh hưởng của bong bóng Dotcom năm 2001, khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008 và gần nhất là giai đoạn tăng trưởng nóng từ các gói kích thích kinh tế thời hậu khủng hoảng.

CHU KỲ CỦA CHỈ SỐ VN-INDEX GIAI ĐOẠN 2000 -2019



Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

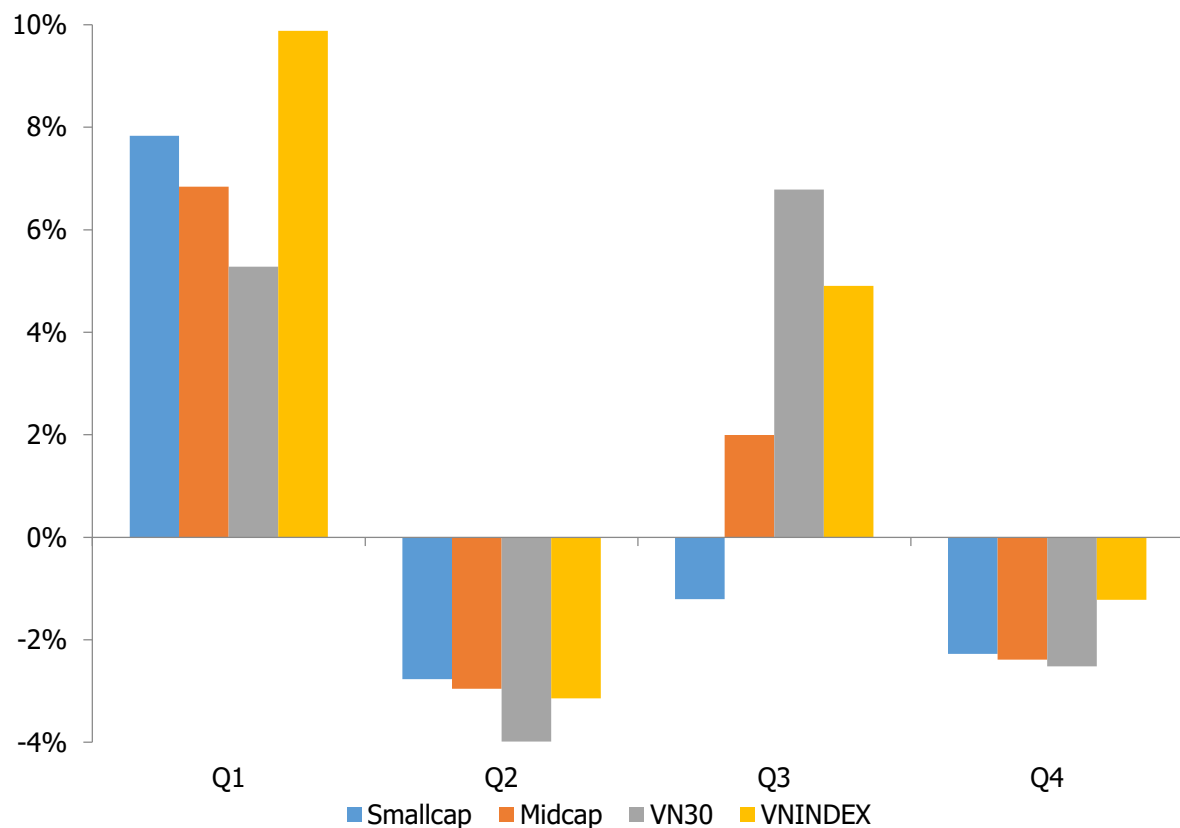
Stock picks

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

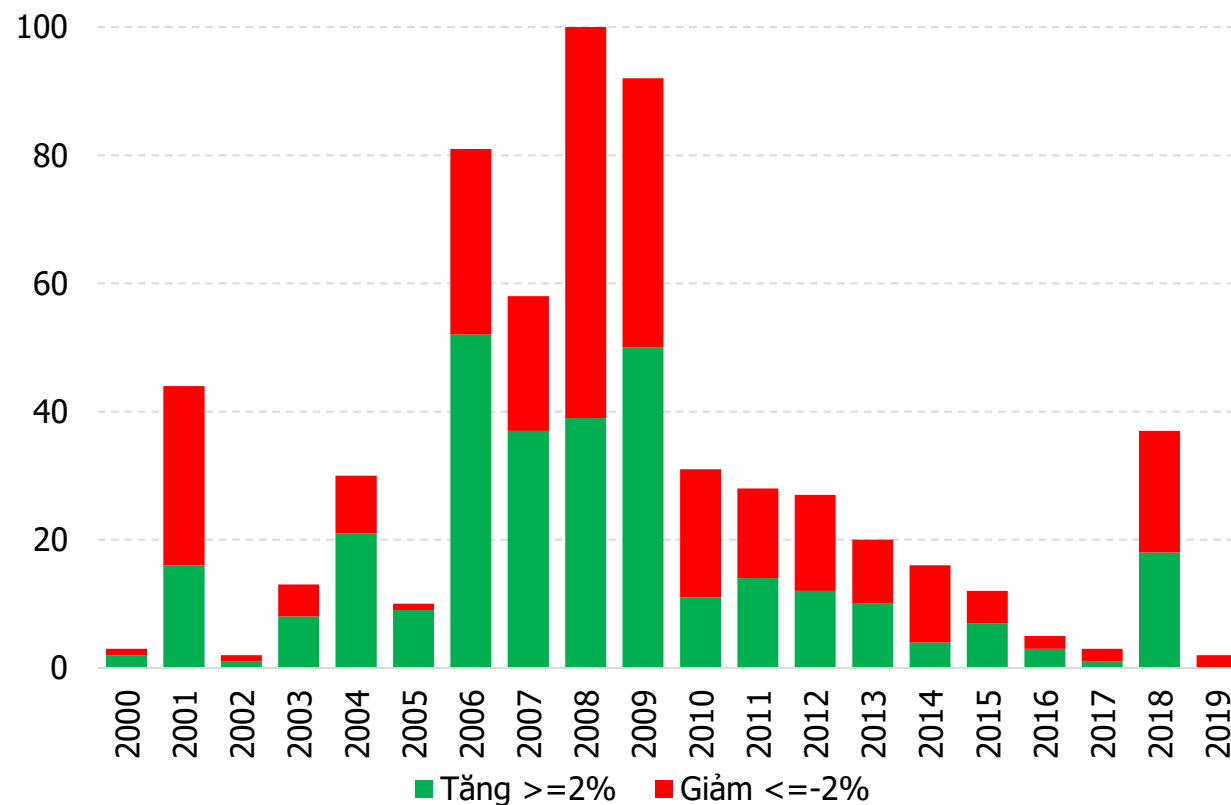
TTCK Việt Nam: Xu hướng dao động hẹp trong suốt năm 2019

Năm 2019 là một năm tương đối khó khăn với thị trường khi chỉ số VN-Index liên tục biến động trồi sụt qua từng quý, và chỉ số gần như chỉ đi ngang trong năm vừa qua. Bên cạnh đó, số phiên tăng trên 2% gần như không có nhưng số phiên được thống kê giảm trên 2% xuất hiện nhiều hơn đủ cho thấy mức biến động tương đối hẹp nhưng các nhịp điều chỉnh chỉ số thường có biên độ dao động mạnh hơn là chiều tăng.

Tăng trưởng các nhóm Index - YTD



Số phiên tăng/giảm trên 2% của VNINDEX



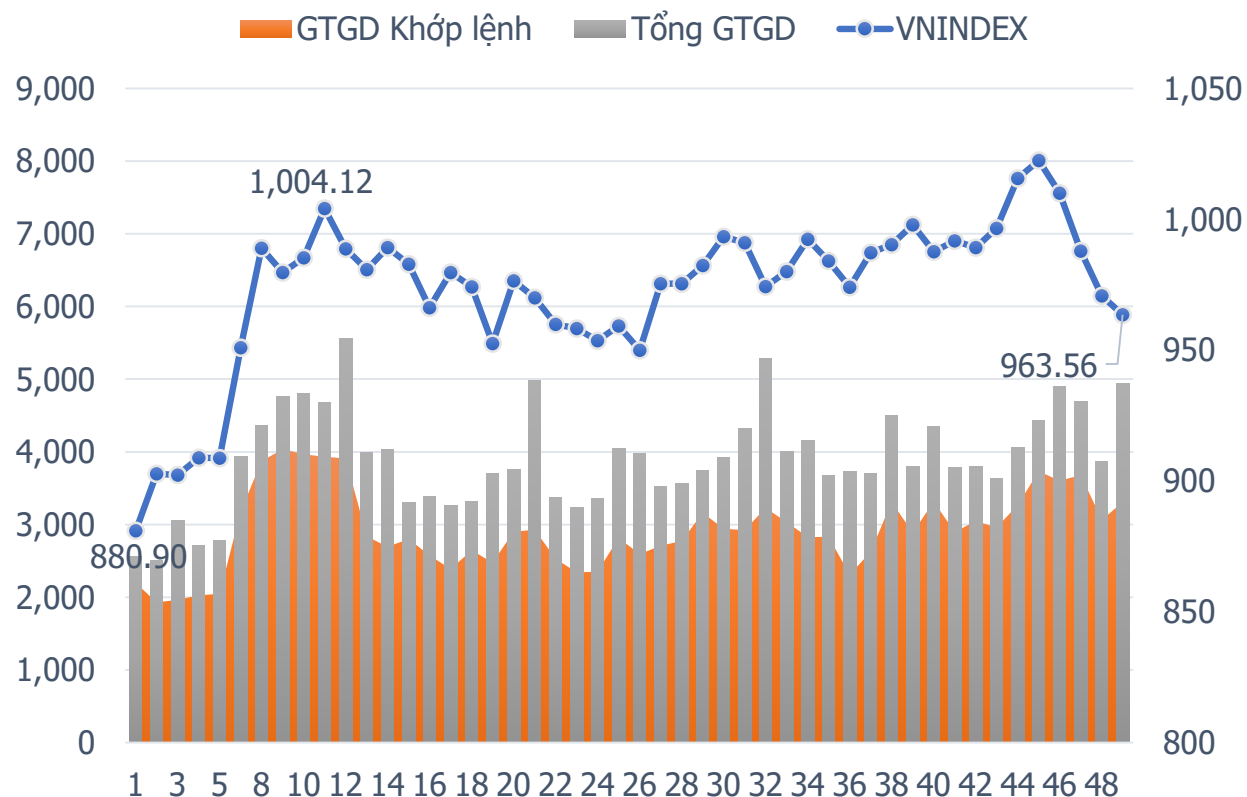
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

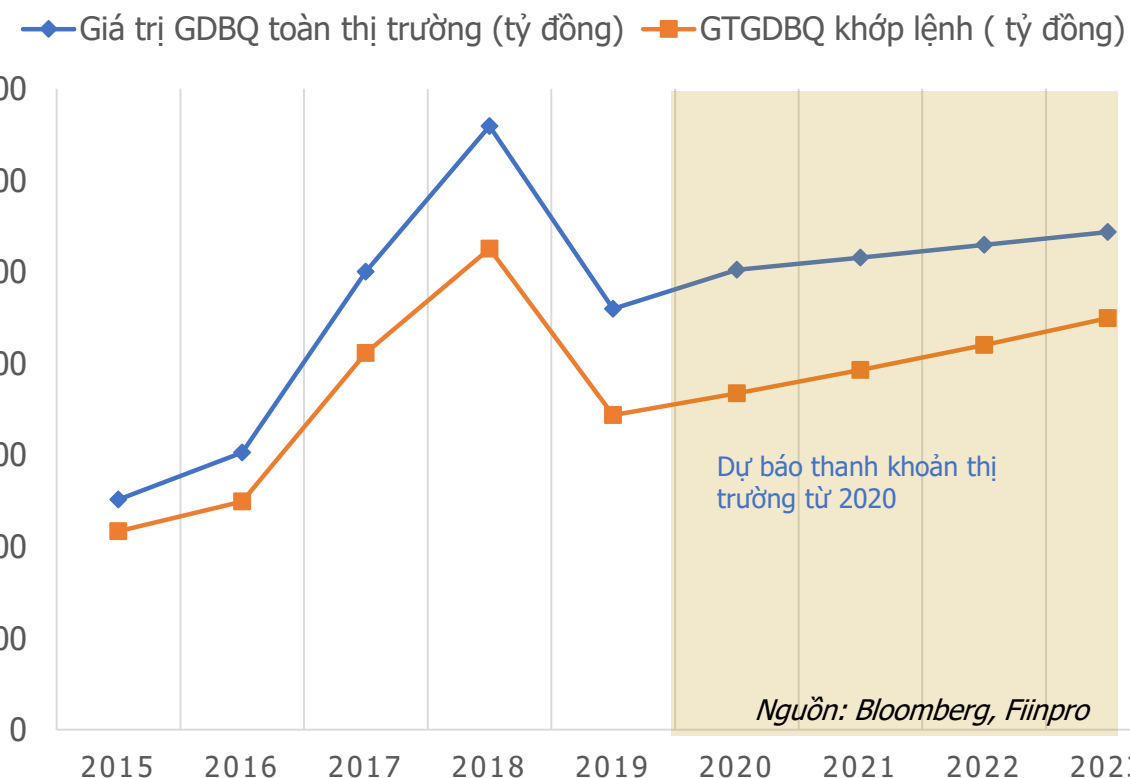
Thanh khoản sụt giảm mạnh so với cùng kỳ, dự báo tích cực hơn trong 2020

Thanh khoản toàn thị trường năm 2019 trung bình vào khoảng 4.6000 tỷ đồng/phiên, giảm 35% so với cùng kỳ, với GTGD khớp lệnh trung bình đạt 3.435 tỷ đồng/phiên. Dự báo năm 2020, thanh khoản chung toàn thị trường sẽ có xu hướng tăng trở lại với giá trị đạt khoảng 5.024 tỷ đồng/phiên (+9,2% yoy) dựa trên các yếu tố như: 1) Quá trình cổ phần hóa và bán vốn nhà nước sẽ được tái khởi động và đây nhanh trong năm 2020 sẽ tạo thêm nhiều hàng hóa có chất lượng cho nhà đầu tư; 2) Luật chứng khoán sửa đổi tạo nên những thay đổi lớn về hành lang pháp lý hỗ trợ thị trường; 3) Dòng vốn đầu tư nước ngoài sẽ chảy qua các kênh ETF mô phỏng chỉ số, và 4) Việc cho ra đời các sản phẩm mới như chứng quyền cũng sẽ làm tăng thanh khoản cho thị trường.

THANH KHOẢN TOÀN THỊ TRƯỜNG THEO TUẦN



THANH KHOẢN TOÀN THỊ TRƯỜNG THEO NĂM



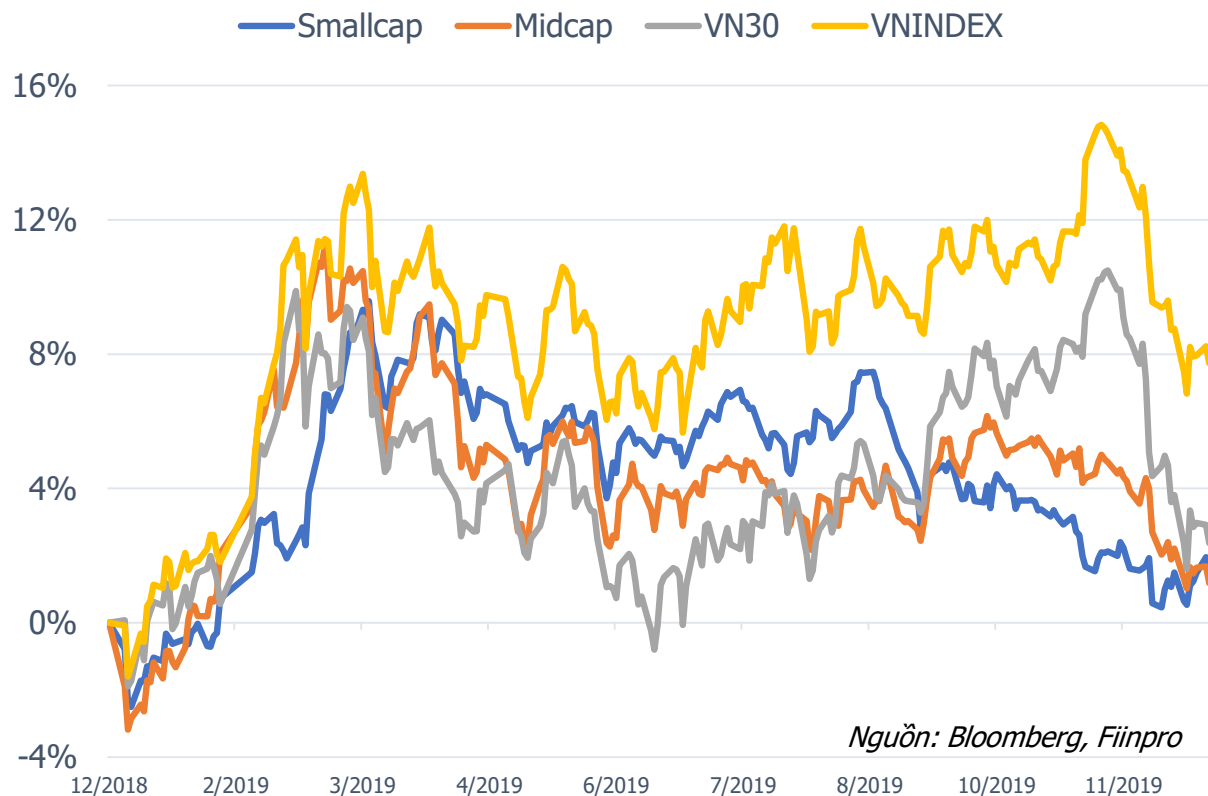
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tác động lớn đến xu hướng của chỉ số VN-Index

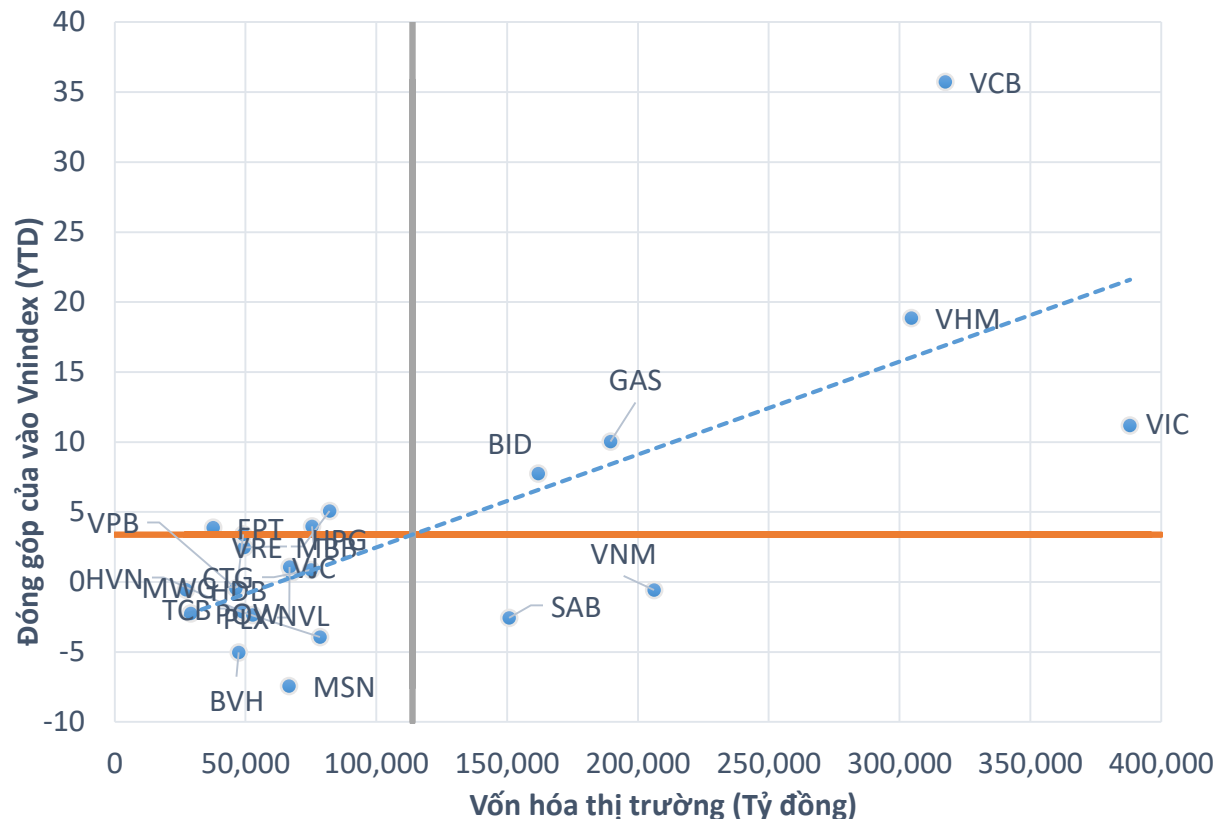
Trong năm 2019, nhóm cổ phiếu Vốn hóa lớn trong VN30 và VN-Index đã ảnh hưởng rất lớn đến các mức tăng/giảm của chỉ số. Đồ thị tăng trưởng nhóm index cho thấy sự phân hóa rất rõ khi chỉ số VN-Index và VN30 thường có hiệu quả cao hơn trong xu hướng tăng giá của thị trường trong khi đó nhóm Midcap và Penny thì có hiệu suất thấp hơn mặt bằng chung khá nhiều.

Về đóng góp cho chỉ số, các cổ phiếu đóng góp mức tăng cho VN-Index trong năm đứng đầu là VCB tiếp đến là VIC, VHM, GAS, BID bên cạnh các cổ phiếu cơ bản tốt như FPT, MWG, VRE, VJC... Ngược lại, các cổ phiếu kéo giảm chỉ số có BVH, MSN, NVL, SAB, VNM...

Tăng trưởng nhóm Index (YTD)



Đóng góp của các mã vào Vnindex

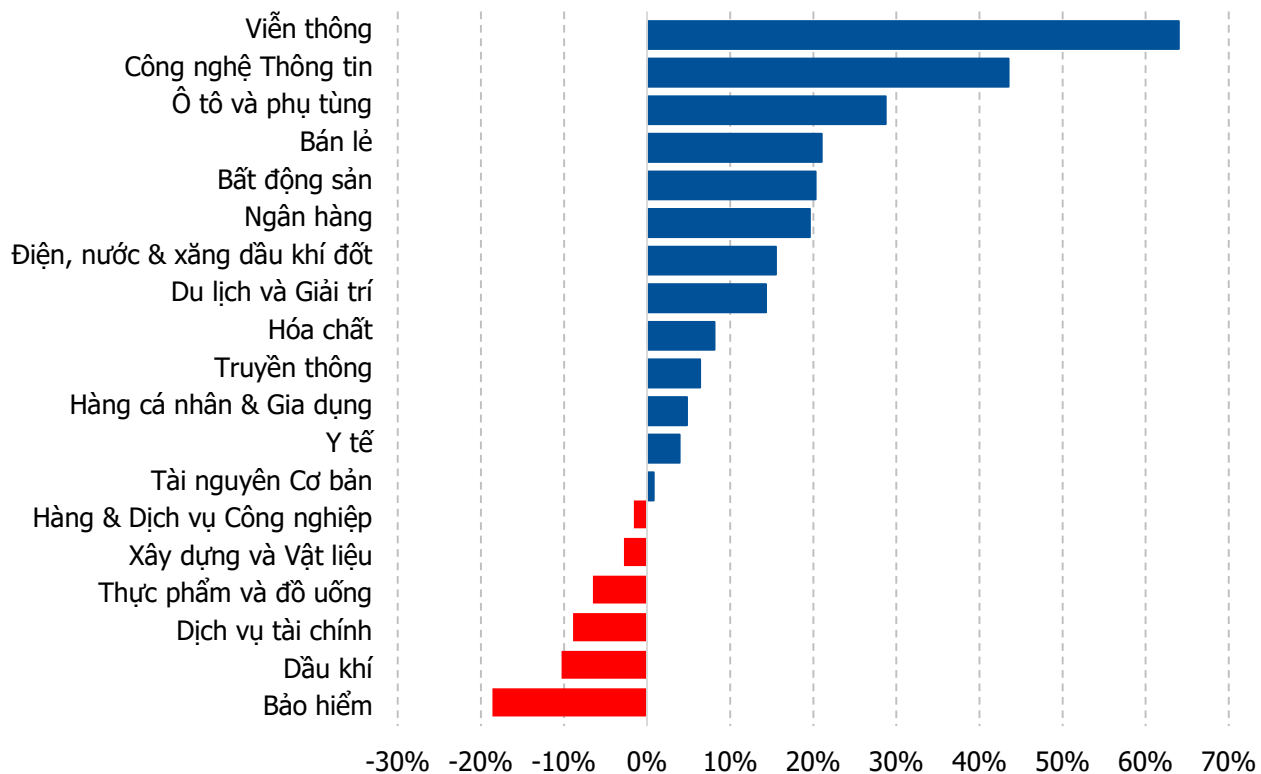


DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

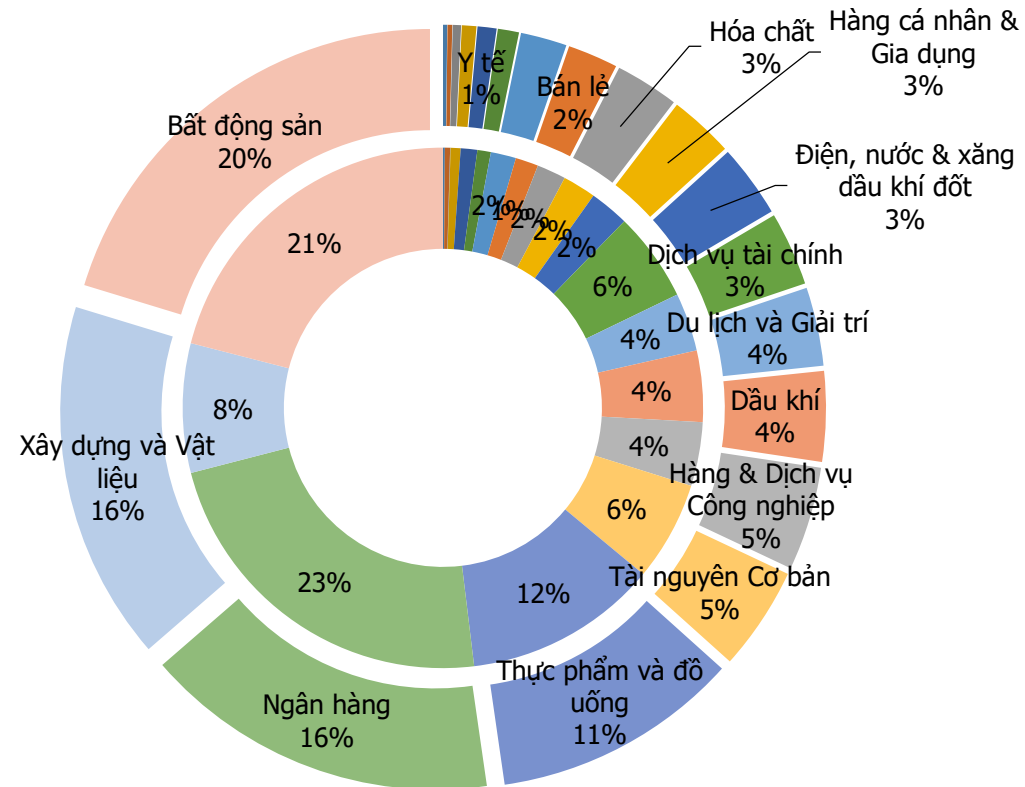
Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tác động lớn đến xu hướng của chỉ số VN-Index

Trong năm 2019, nhóm ngành có mức tăng giá tốt nhất đến từ: Viễn thông (VGI), Công nghệ thông tin (FPT), Ô tô và phụ tùng, Bán lẻ, Bất động sản và Ngân hàng... Trong đó cơ cấu dòng tiền thị trường năm 2019 tập trung lớn vào một số ngành chính như Bất động sản (20%), Xây dựng và vật liệu (16%), Ngân hàng (16%), thực phẩm và đồ uống (11%)...

Tăng trưởng của các ngành (cấp 2)



Thanh khoản các ngành (trong - 2018, ngoài - 2019)



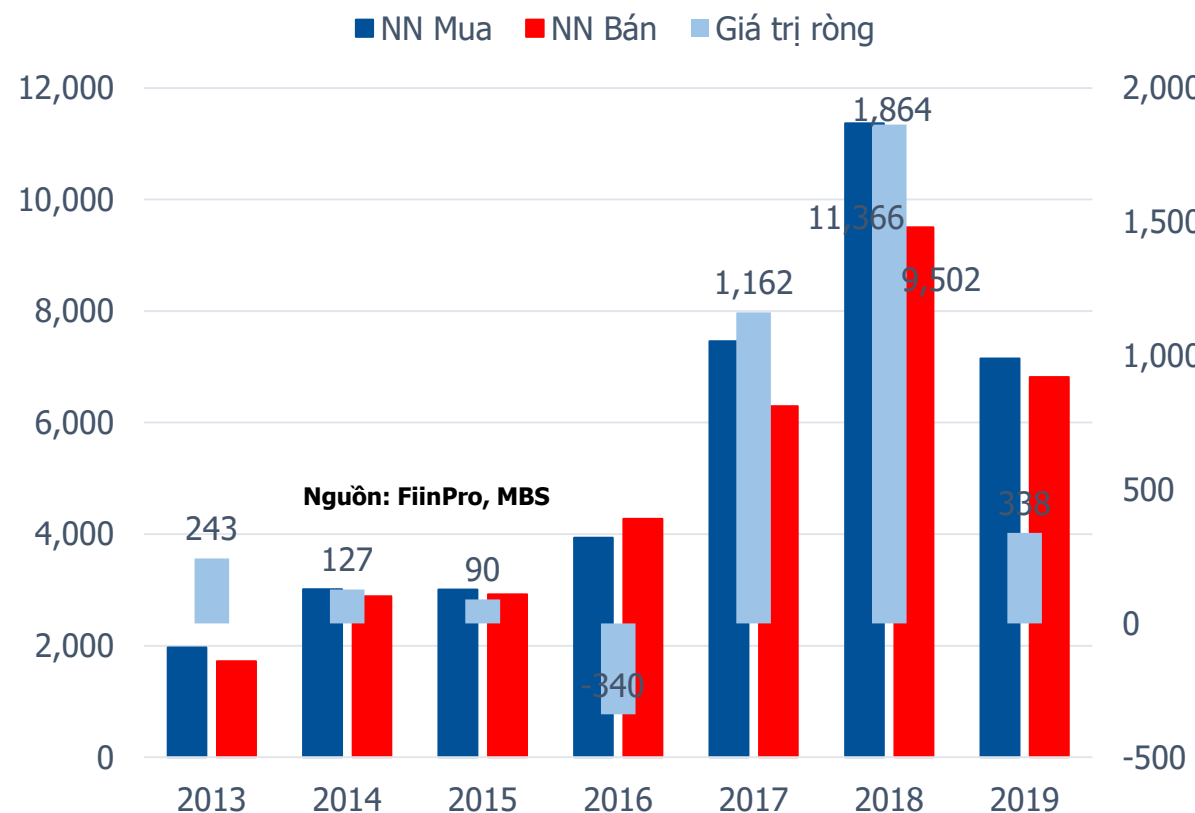
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

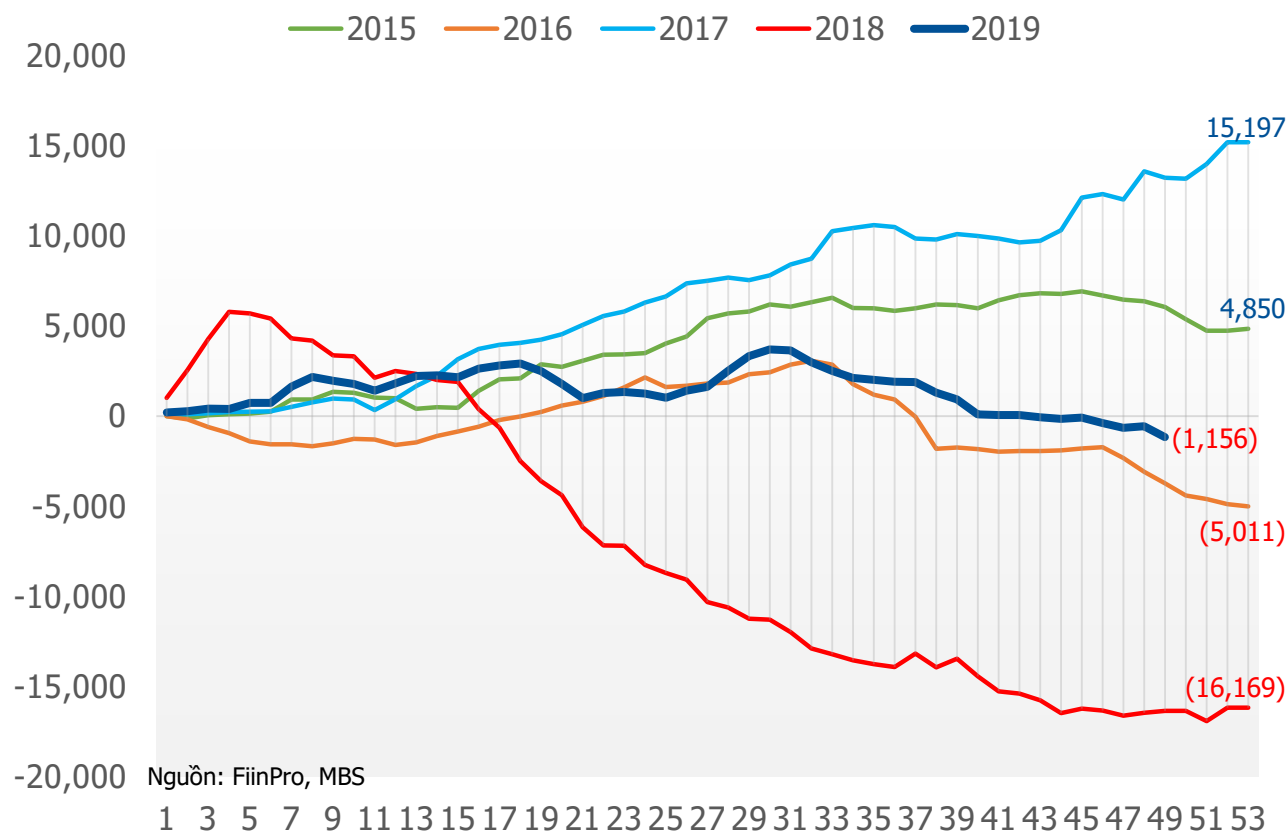
Nhà đầu tư nước ngoài giảm giao dịch, bán ròng mạnh trong 5 tháng cuối năm

Năm 2019, NĐTNN tiếp tục xu hướng giảm giao dịch với giá trị mua bán và giá trị ròng đều thấp hơn so với giai đoạn đỉnh điểm của 2018. Tính chung tổng giá trị giao dịch ròng đạt 338 triệu USD giảm 81% so với cùng kỳ năm trước. Nhìn từ diễn biến giao dịch khớp lệnh, mặc dù tín hiệu mua ròng trở lại từ đầu năm và tăng cao đến giai đoạn tháng 5/2019 nhưng xu hướng bán ròng tăng trở lại kể từ tháng 8 đến tháng 12 đã ảnh hưởng khá lớn đến thị trường.

Giao dịch NĐTNN (2013-2019) (Triệu USD)



GTGD RÒNG NĐTNN KHỚP LỆNH (Theo tuần, Tỷ đồng)

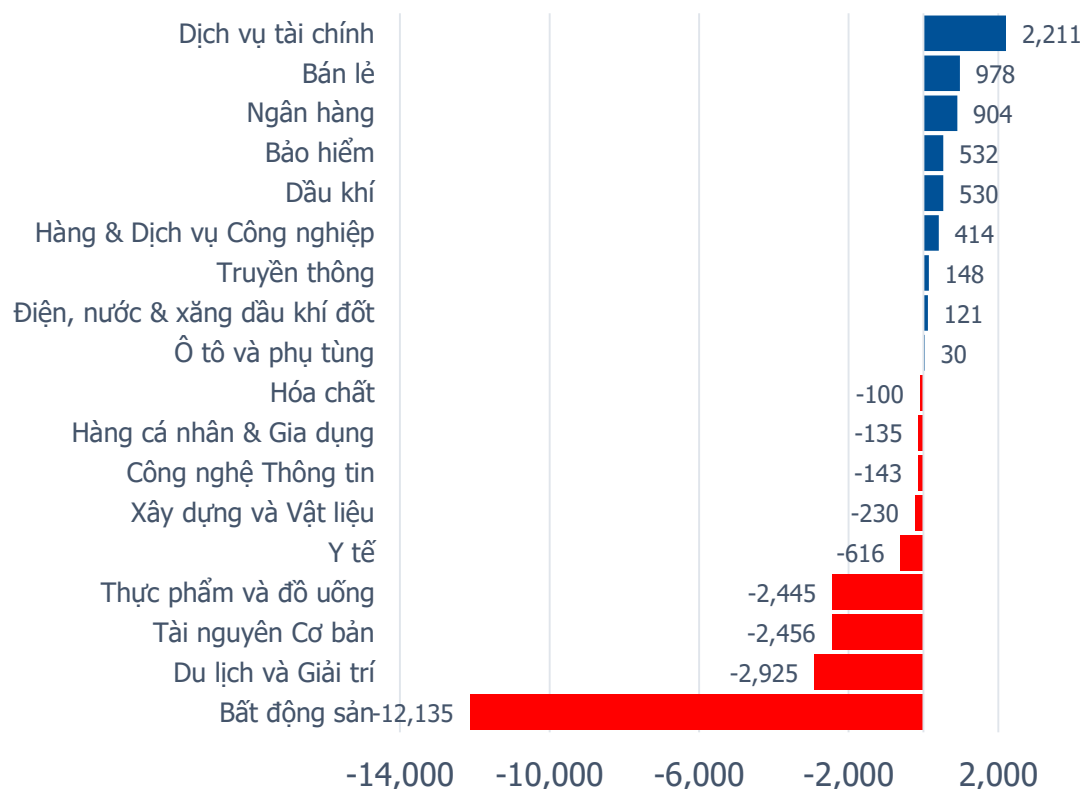


DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

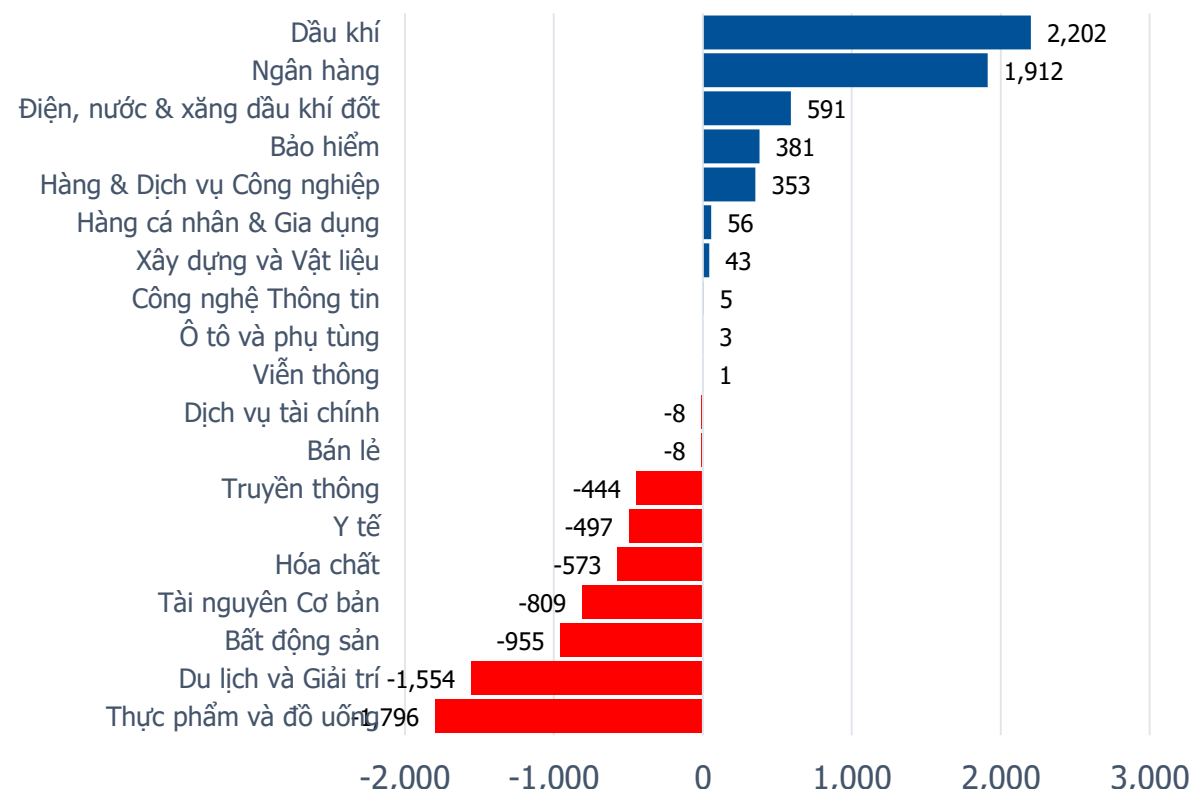
Giao dịch nước ngoài theo ngành: Dầu khí và Ngân hàng được gom mua mạnh trong năm 2019

Nếu như năm 2018, ngành dịch vụ tài chính và bán lẻ được NĐTNN mua ròng nhiều nhất thì sang 2019 lĩnh vực Dầu khí và Ngân hàng là hai ngành được NĐTNN quan tâm nhất với giá trị mua ròng cao trên 2.000 tỷ đồng. Ở chiều bán ròng, xu hướng bán ròng năm nay tập trung mạnh vào hai ngành lớn là Thực phẩm và đồ uống và Du lịch giải trí. So với năm trước các ngành tiếp tục bị bán ròng trong 2 năm liên tiếp bao gồm: BĐS, Du lịch và giải trí, tài nguyên cơ bản, thực phẩm đồ uống, Y tế, hóa chất...

GTGD NĐTNN THEO NGÀNH KHỚP LỆNH 2018



GTGD NĐTNN THEO NGÀNH KHỚP LỆNH 2019



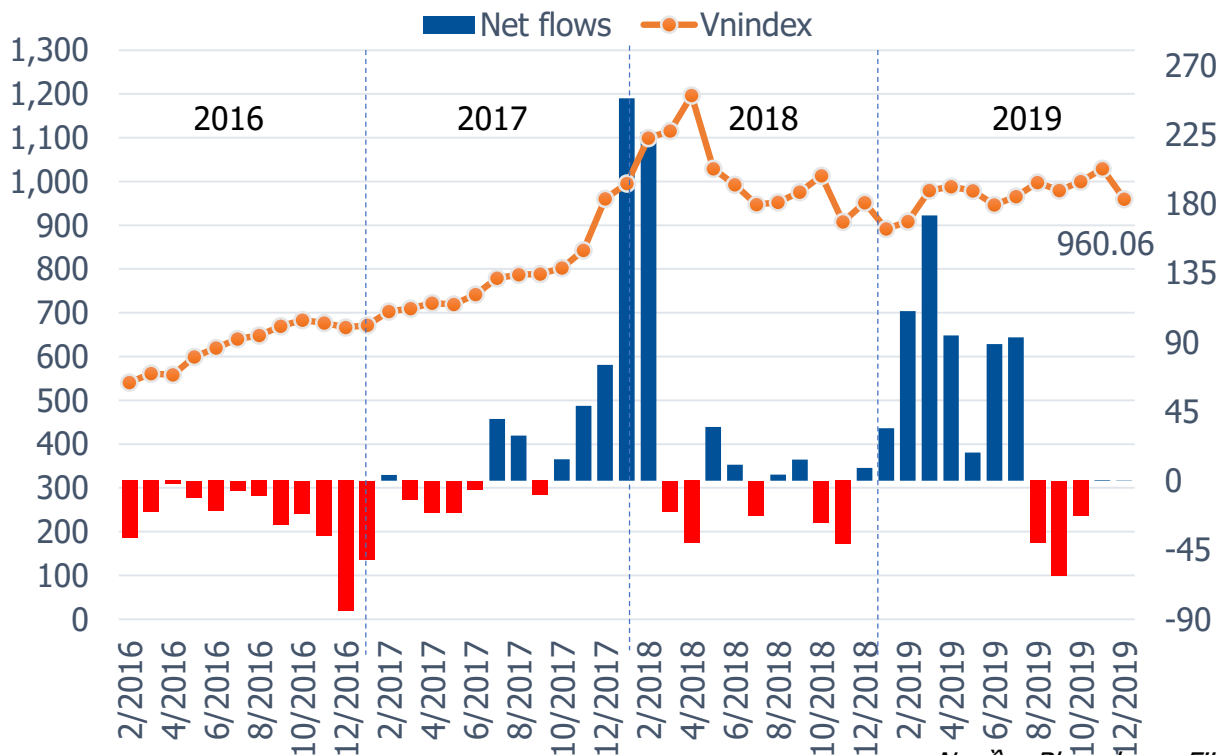
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Giao dịch nhóm quỹ ETFs: Xu hướng vẫn vào ròng!

Xu hướng giao dịch của nhóm các quỹ ETFs trong những năm gần đây cho thấy xu hướng GD của NĐTNN nói chung và ảnh hưởng không nhỏ đến diễn biến của chỉ số VN-Index. Nếu như giai đoạn mua ròng mạnh của các quỹ ETF diễn ra trong giai đoạn giữa năm 2017 kéo dài đến Q1/2018 thì sau đó giao dịch giảm và trầm lắng gần như toàn bộ phần còn lại của năm. Sang đến 2019, xu hướng vào ròng quay trở lại thời điểm 6 tháng đầu năm đã giúp VN-Index hồi phục khá trở lại từ mức đáy 861 điểm, nhưng kể từ tháng 8/2019 diễn biến rút ròng đã tác động trái chiều tới đà tăng của chỉ số trong khoảng thời gian nửa cuối năm. Về tổng thể, xu hướng vốn ETF vẫn là vào ròng với giá trị lũy kế 233 triệu USD kể từ đầu năm đến tháng 12/2019. Dự báo khả năng xu hướng dòng vốn ETF sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2020 nhờ việc thành lập các quỹ ETF nội địa và triển vọng nâng hạng của TTCK Việt Nam trong thời gian tới.

Giao dịch ròng các quỹ ETFs và VN-Index
(Theo tháng, triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro

Giao dịch ròng các quỹ ETFs lũy kế

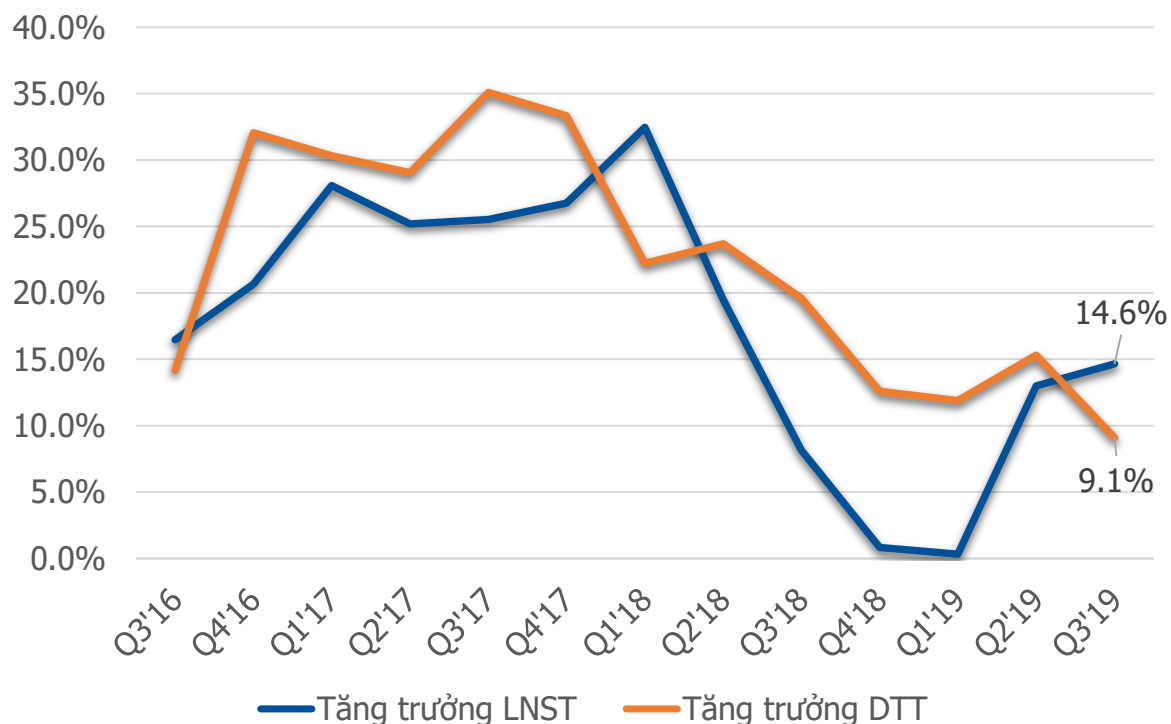
Aggregates	YTD	1Y
Flow (USD)	233,010,241	249,597,571
Flow/Assets(%)	25.29	27.09
Name	1W Flow (MLN USD)	YTD Flow (MLN USD)
VanEck Vectors Vietnam ETF	(0.80)	100.95
VFMVN30 ETF Fund	1.27	89.16
KIM KINDEX Vietnam VN30 ETF Sy	-	21.20
Xtrackers FTSE Vietnam Swap UC	-	10.82
Premia MSCI Vietnam ETF	-	4.24
Premia MSCI Vietnam ETF	-	4.24
SSIAM VNX50 ETF	0.06	2.39

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

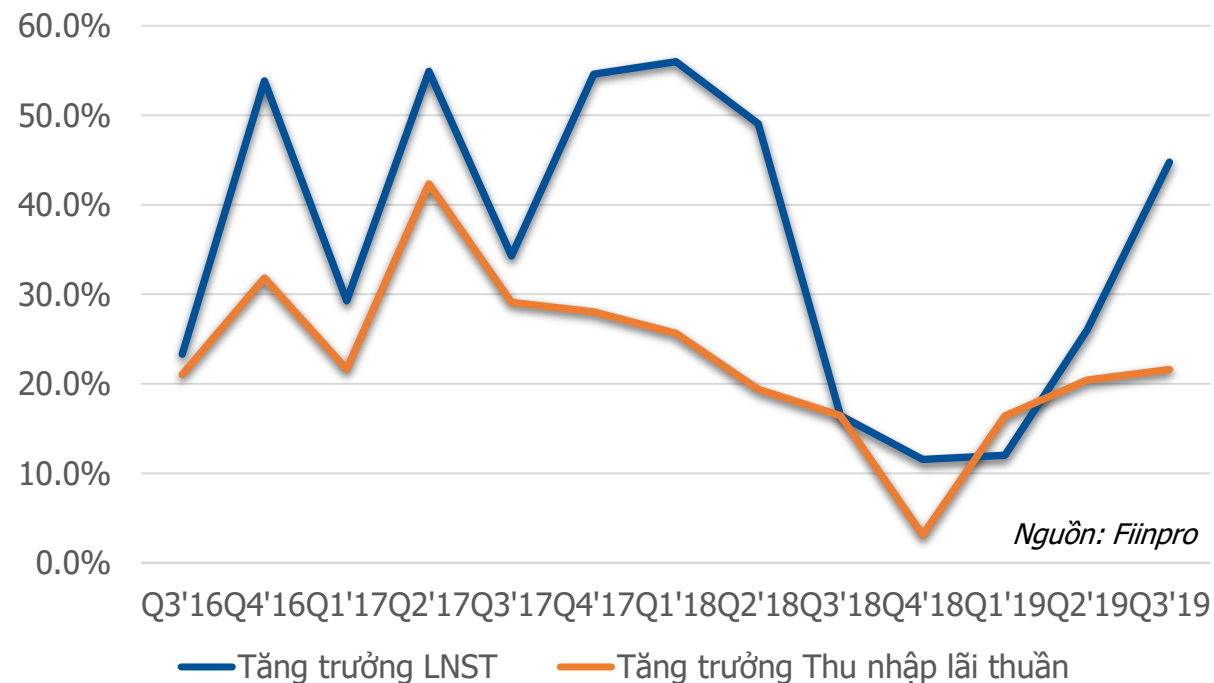
Lợi nhuận ròng toàn thị trường đang có dấu hiệu phục hồi nhờ Ngân hàng và BĐS

Theo thống kê từ hệ thống FiinPro Platform, dựa trên số liệu 1.051 mã đã có BCTC Q3/2019 cho thấy lợi nhuận ròng toàn thị trường 14,6% so với cùng kỳ năm trước mặc dù tăng trưởng doanh thu chỉ ở mức khá khiêm tốn là 9,1%. Trong đó mức tăng trưởng lợi nhuận ròng toàn thị trường vẫn chủ yếu đến từ Ngân hàng, và BĐS. Ngành Ngân hàng vẫn là ngành đóng góp vai trò lớn trong bức tranh lợi nhuận năm nay toàn ngành ngân hàng thu về 22,9 nghìn tỷ đồng, tăng 45% so với cùng kỳ là nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của VCB. Riêng trong Q3/2019 VCB thu về hơn 5 nghìn tỷ đồng, tăng 72% yoy, kể đến là TCB và CTG đóng góp lần lượt 2,6 nghìn tỷ đồng và 2,5 nghìn tỷ đồng; đưa tăng trưởng lợi nhuận ngành ngân hàng từ mức thấp nhất là 11,8% trong Q4/2018 lên gần 45% trong quý này.

Tăng trưởng Doanh thu, Lợi nhuận ròng toàn thị trường



Tăng trưởng Thu nhập lãi thuần và lợi nhuận ngành Ngân hàng



Nguồn: Fiinpro

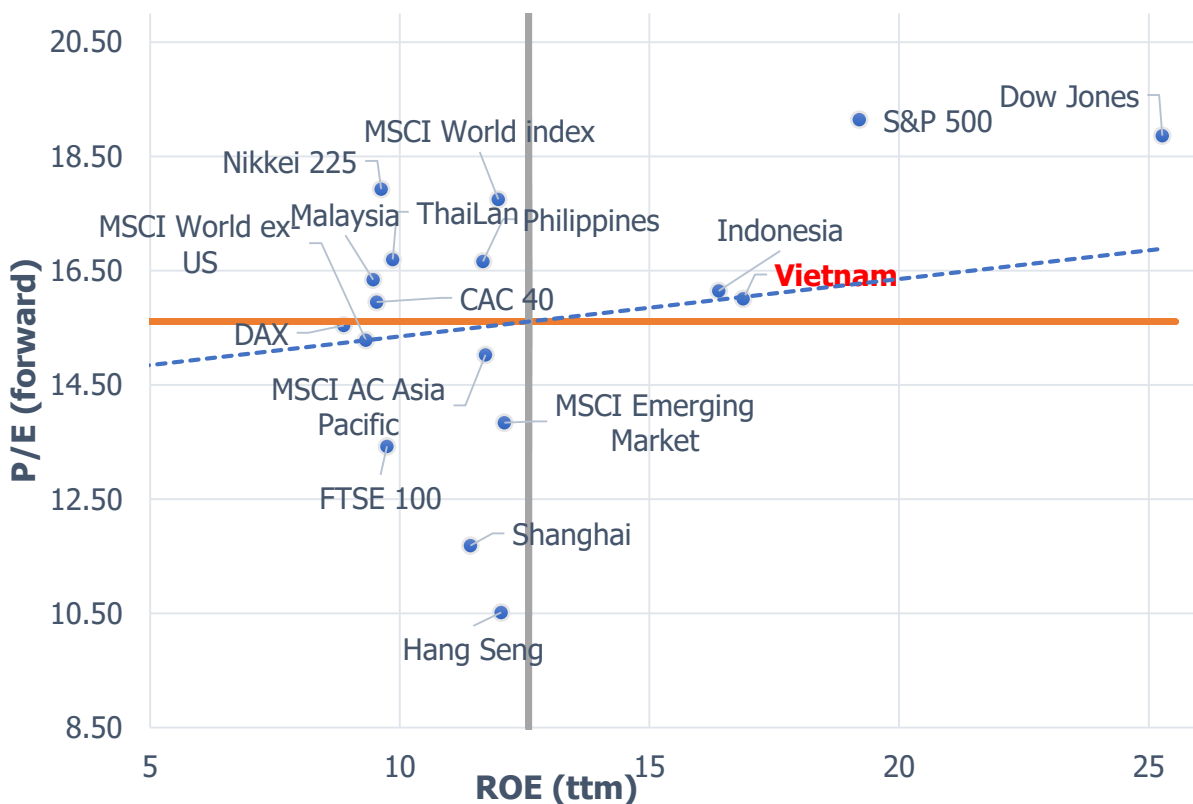
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Về định giá tương quan với ROE và mức tăng trưởng của TTCK Việt Nam so với khu vực

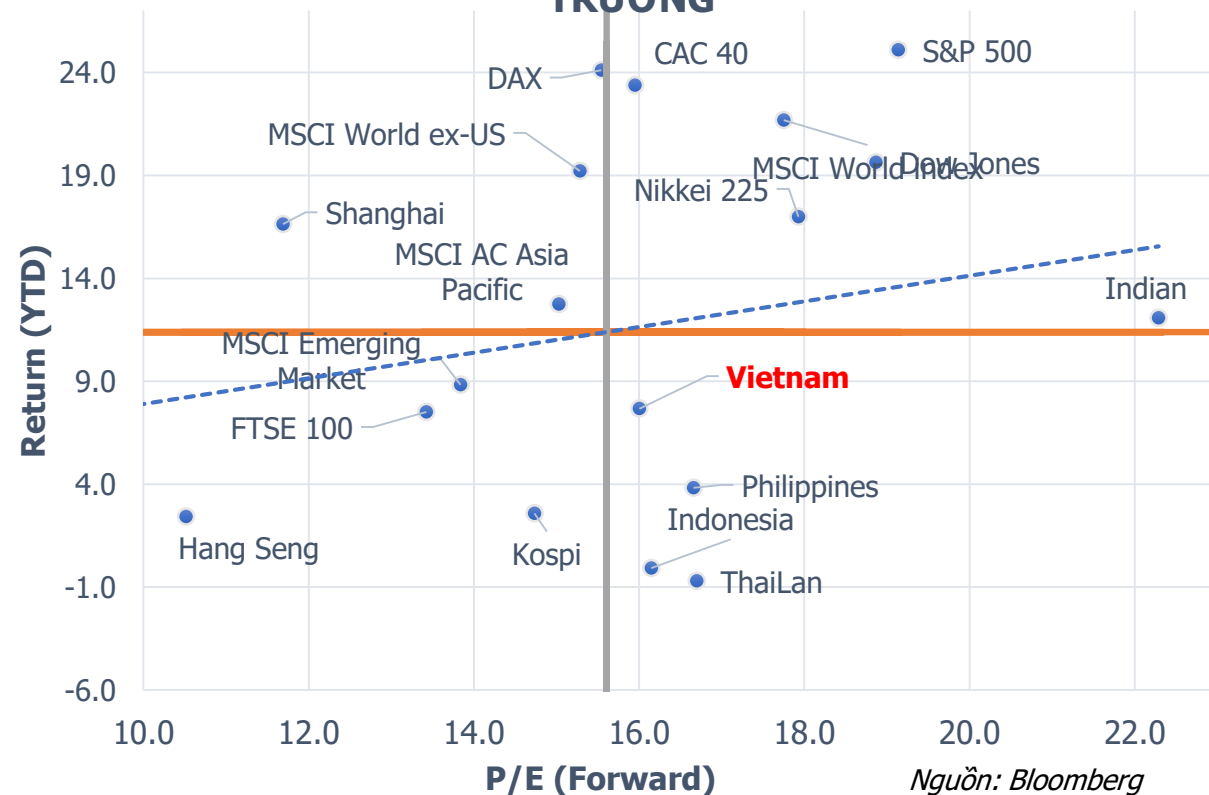
Về định giá, mức P/E (forward) của Việt Nam đang ở mức 15.7 lần tương đương với các nước trong khu vực như Malaysia, Thái Lan, Indonesia và thấp hơn các nước phát triển như Nhật Bản, Mỹ. Tuy nhiên về mức ROE của Việt Nam đang ở mức cao hơn hẳn so với mặt bằng chung khu vực MSCI Emerging.

Bên cạnh đó, về mặt tăng trưởng của thị trường, Việt Nam có tốc độ tăng trưởng cao hơn các nước trong khu vực Đông Nam Á và gần ngang bằng với trung bình khu vực Emerging Market tính đến thời điểm cuối tháng 11/2019 cũng cho thấy mức độ hấp dẫn hơn.

SO SÁNH ĐỊNH GIÁ & ROE CÁC THỊ TRƯỜNG



SO SÁNH ĐỊNH GIÁ VÀ TĂNG TRƯỞNG CỦA CÁC THỊ TRƯỜNG



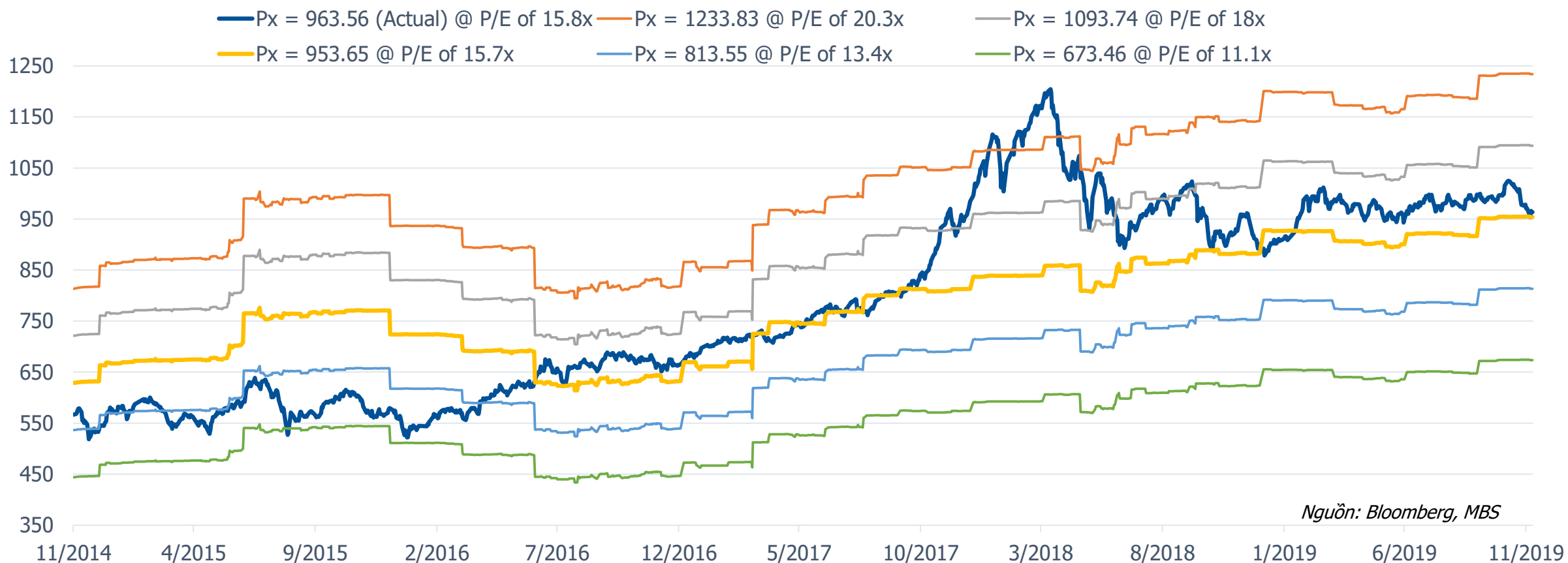
Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Chỉ số VN-Index đang về mức PE bình quân 5 năm gần nhất

Năm 2019, chỉ số VN-Index dao động trong mức PE từ 15 (vùng 861 điểm - Q4/2018) đến mức cao nhất 16.9 Q4/2019 tương đương mức 1.028 điểm. Năm 2019 tiếp nối là một năm khó khăn sau giai đoạn điều chỉnh mạnh của 2018, với xu hướng gần như đi ngang. Vùng dao động thấp nhất của chỉ số thấp nhất vẫn đang bám sát vùng PE bình quân 5 năm gần nhất (15.7 lần) và cao nhất là vùng PE 17.x lần. **Do đó, kịch bản năm 2020 chỉ số vẫn sẽ tiếp nối xu hướng này với dải dao động từ mức PE 15.5 đến cao nhất 17.5 lần.**

Chỉ số PE bình quân 5 năm của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, MBS

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Kỳ vọng các thương vụ IPO thoái vốn lớn trong năm 2020

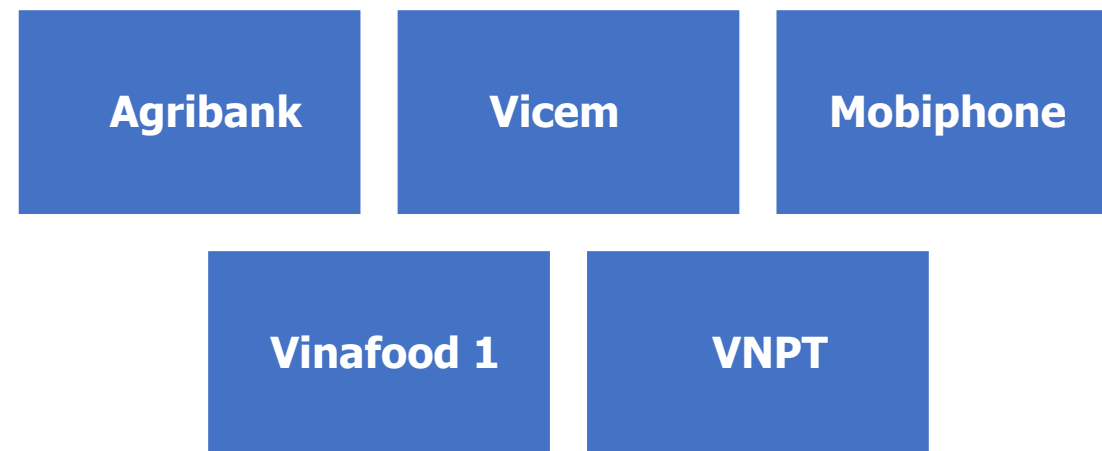
Trong năm 2017 và 2018 đã có các thương vụ IPO đáng chú ý của các doanh nghiệp nhà nước như: PVOil, PVPower, BSR, Sabeco, Habeco Tạo ra sự sôi động cho thị trường. Tuy nhiên các thương vụ IPO và thoái vốn được mong chờ của năm 2019 đều chưa thực hiện thành công. Các vướng mắc đến từ việc định giá tài sản của nhà nước trong doanh nghiệp và sự trầm lắng của TTCK.

Tuy nhiên, tỷ lệ thực hiện kế hoạch thoái vốn và IPO đang ở mức thấp cùng với chủ trương từ Quyết định 26 sẽ tạo áp lực mạnh hơn trong 2020 tập trung ở một số cơ hội IPO lớn như: VNPT, Genco3, Mobiphone, Vicem...và thoái vốn như: Tập đoàn xăng dầu (PLX), Tổng công ty hàng không (HVN), Tổng công ty Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA), Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV), Tập đoàn dệt may (VGT)...

Các thương vụ thoái vốn TTCK mong đợi trong năm 2020



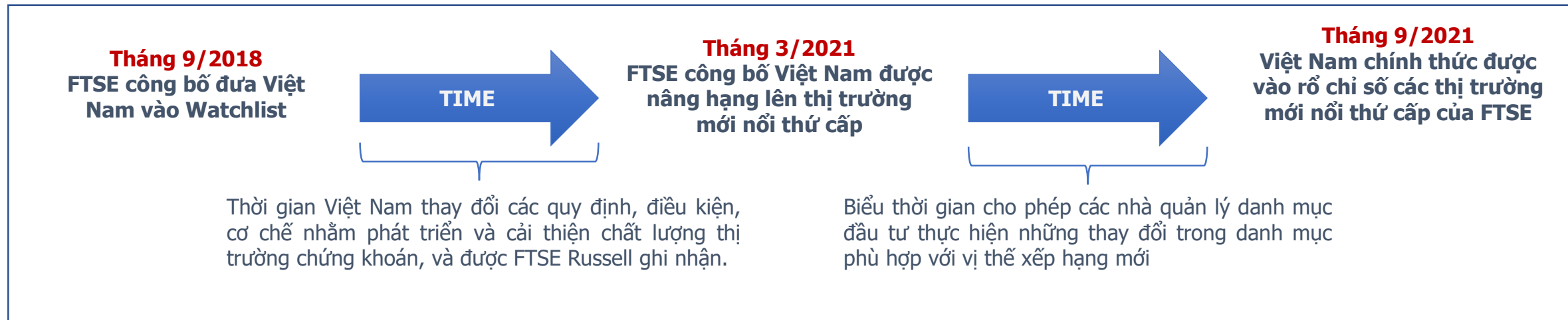
Các thương vụ IPO mong đợi trong năm 2020



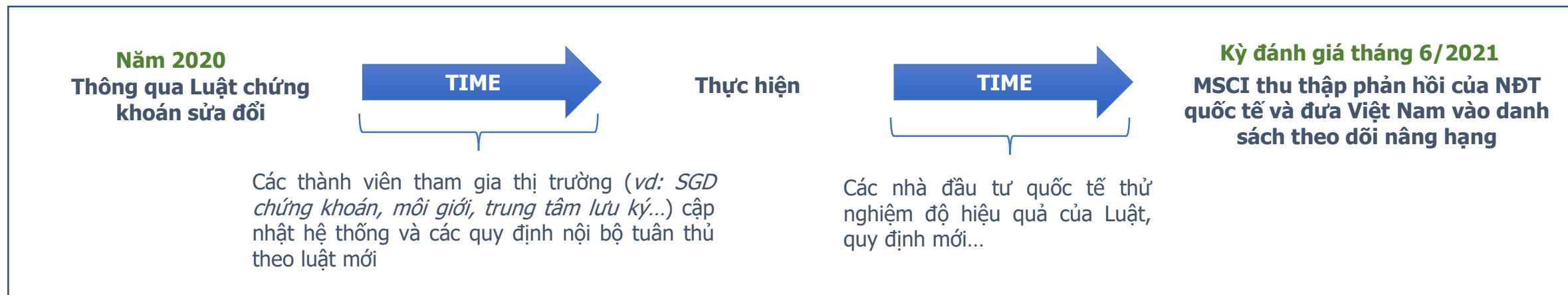
DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Cơ hội nâng hạng thị trường có thể bứt phá từ 2021

Kịch bản cho triển vọng FTSE Russell nâng hạng thị trường Việt Nam:



Kịch bản cho triển vọng MSCI nâng hạng thị trường Việt Nam:

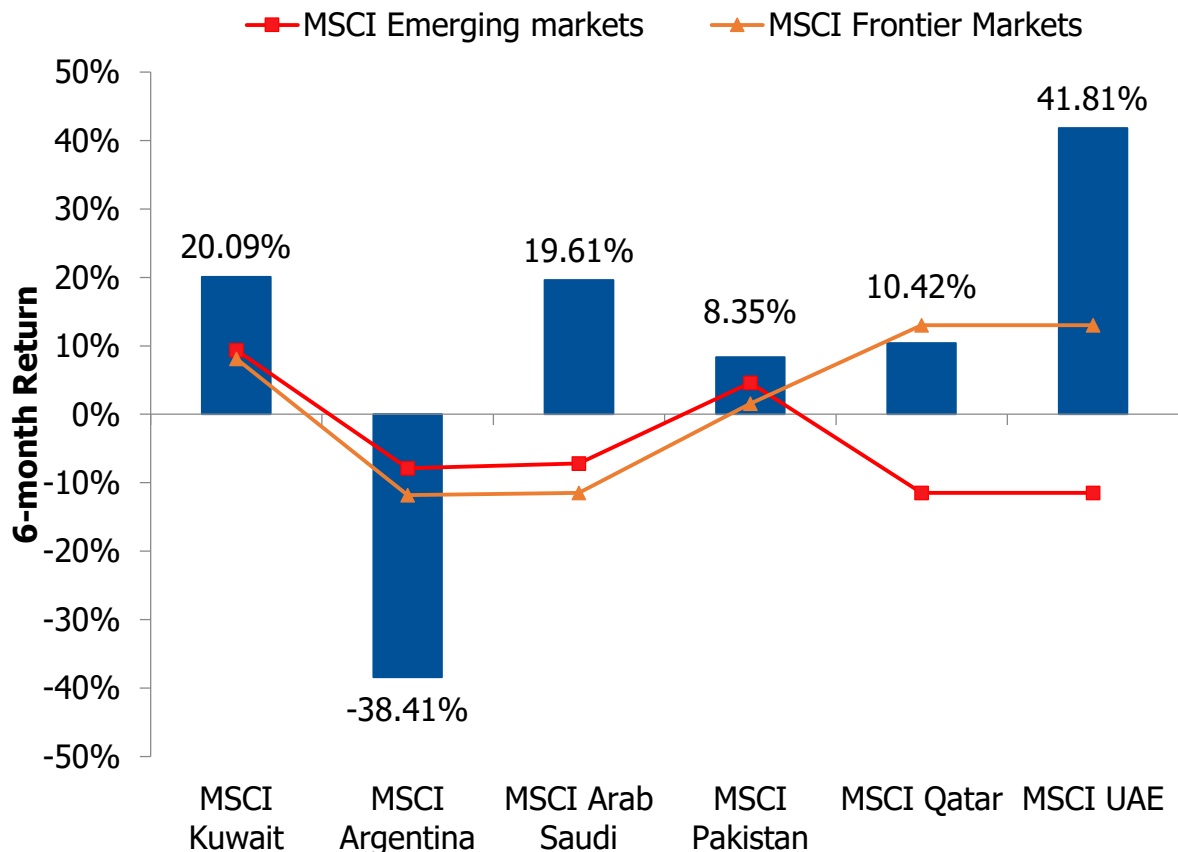


DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

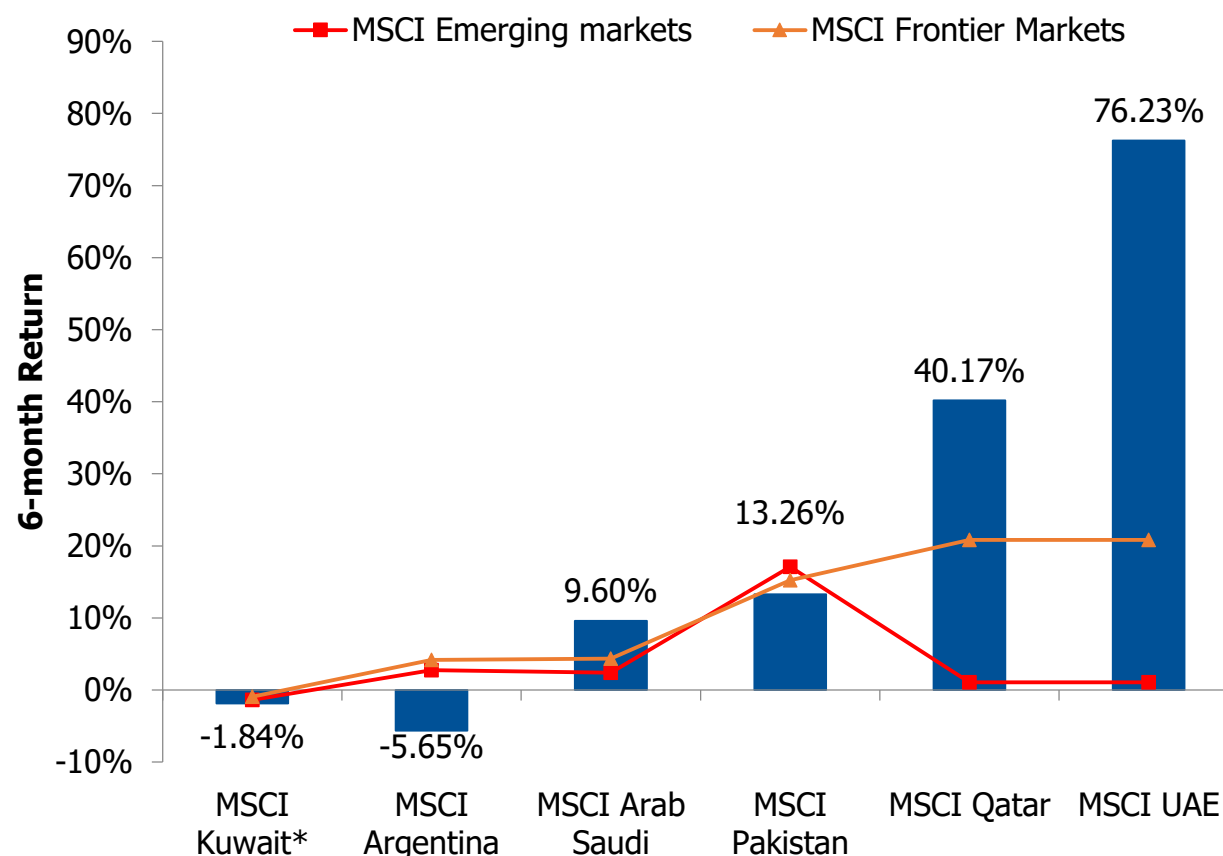
Hiệu ứng dòng tiền thông minh và câu chuyện nâng hạng

Các thị trường có xu hướng tăng trưởng mạnh trước khi quyết định nâng hạng của MSCI chính thức có hiệu lực. Trong đó, đà tăng được ghi nhận thường kéo dài từ ít nhất 6 tháng trước công bố quyết định nâng hạng đến khi quyết định nâng hạng của MSCI chính thức có hiệu lực. Trên cơ sở đó, có khá nhiều điểm tương đồng để kỳ vọng TTCK Việt Nam có thể đón dòng vốn lớn trong 2-3 năm tới khi khả năng vào danh mục theo dõi và chính thức của MSCI Emerging được thực hiện.

Trước khi MSCI công bố quyết định nâng hạng



Trước khi quyết định nâng hạng của MSCI có hiệu lực



Nguồn: Bloomberg, MBS

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Kịch bản thị trường chứng khoán Việt Nam dự báo cho năm 2020

Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế chỉ tương đương so với năm 2019, xu hướng đi ngang trong ¾ thời gian của năm 2019 có thể kéo dài sang năm 2020. Thị trường có thể lặp lại diễn biến như nửa cuối năm 2019 với điểm số dao động trong khung hẹp nhưng thanh khoản có thể sẽ cải thiện đáng kể so với 2019. Những yếu tố được kỳ vọng như : i) Luật chứng khoán sửa đổi; ii) Quá trình IPO, thoái vốn các DNNN; iii) Các nhóm chỉ số phục vụ cho các quỹ ETF mới được đưa vào vận hành; iv) Dòng vốn từ NĐTNN dự báo sẽ tích cực hơn trong 2020; v) Việc triển khai các giải pháp nâng hạng thị trường.

Năm	Chỉ số VN-Index	Hệ số P/E (lần)	ROE (%)	Tăng trưởng VN-Index
2015	579.03	12.53	13.8	6.12%
2016	664.87	16.46	11.74	14.82%
2017	984.24	18.96	14.24	48.03%
2018	892.54	15.77	14.84	-9.32%
2019	960.99	15.83	14.71	7.67%
2020 – Kịch bản lạc quan	960 - 1.176	16.85	18.12	22.40%
2020 – Kịch bản cơ sở	934 - 1075	15.40	14.60	11.87%
2020 – Kịch bản thận trọng	869 - 971	13.39	13.93	-6.14%

Về chỉ số VN-Index năm 2020:

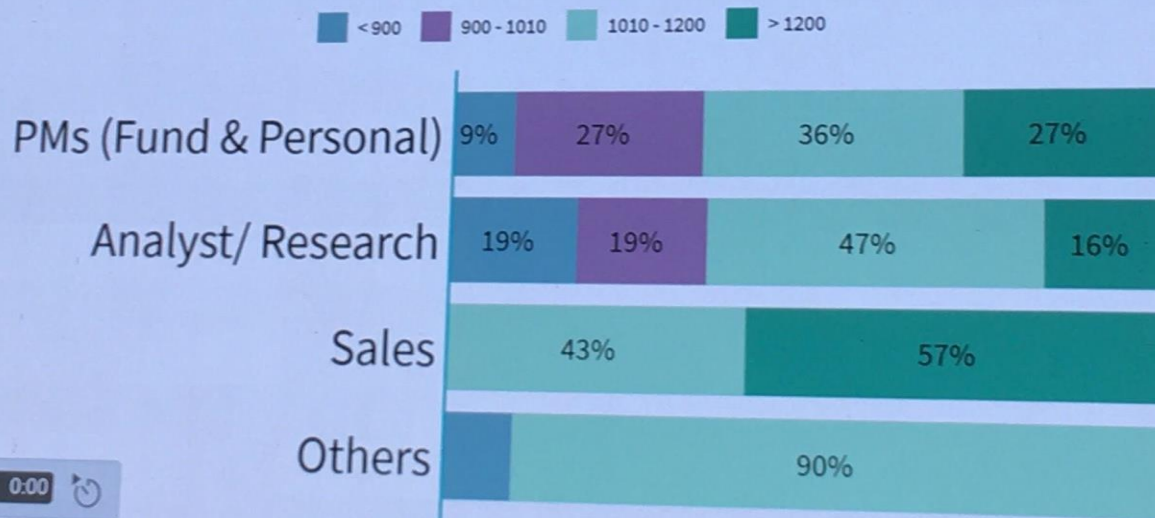
- **Kịch bản lạc quan 2020:** Chỉ số VN-Index có thể dao động trong khoảng cận dưới 960 điểm và cận trên 1.176 điểm, tăng 22,40% so với năm 2019 (tính theo mốc điểm cao nhất có khả năng đạt được).
- **Kịch bản cơ sở 2020:** Chỉ số VN-Index có thể dao động trong khoảng cận dưới 934 điểm với cận trên 1.075 điểm tăng 11,78% so với năm 2019 (tính theo mốc điểm cao nhất có khả năng đạt được).

Dự báo thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2020

Góc nhìn từ VIPF

Respond at PollEv.com/vipf2019

What's your index range for 2020?



0:00

SPONSORS

Diamond & Gold



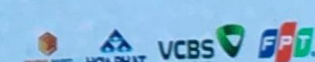
Silver & Bronze



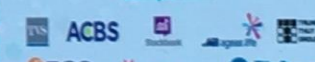
KIS (KIS Investment Corporation) TEMASEK



KH-TRUNG DIEN PNJ VIET CAPITAL SECURITIES



Companion



VIPF 2019 VIPF 2019 VIPF 2019 VIPF 2019

DIỄN BIẾN & TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM

Chiến lược và danh mục đầu tư cho 2020

Nền kinh tế đang chuyển từ giai đoạn giữa chu kỳ (mid-cycle phase) sang giai đoạn sau chu kỳ (late-cycle phase). Cổ phiếu những ngành nghề kinh doanh sau thường có performance tốt trong chu kỳ này: **i) Ngân hàng:** Tăng trưởng lợi nhuận vẫn là động lực chính cho thị trường, chất lượng nợ cải thiện và nợ xấu giảm; **ii) Hàng tiêu dùng, bán lẻ.** Những ngành nghề có sức cầu khá ổn định và ít nhạy cảm với chu kỳ kinh tế; **ii) Năng lượng, điện nước, vật liệu.** Vì nền kinh tế đang toàn dụng, nguồn lực được sử dụng ở mức tối đa, nhu cầu đang lớn hơn nguồn cung dẫn đến thiếu hụt trong ngắn hạn, giúp giá bán tăng lên, cải thiện biên lãi gộp, tình hình kinh doanh các doanh nghiệp trong ngành cũng sẽ vì đó tăng lên; **iii) Công nghệ, phần mềm, viễn thông:** Cổ phiếu thuộc nhóm này được hưởng lợi nhờ động lực thay đổi của cuộc cách mạng công nghiệp 4.0.

1. Chiến lược đầu tư 2020

- **Chọn lọc danh mục cổ phiếu:** 1) Cổ phiếu tăng trưởng. 2) Nhóm cổ phiếu phòng thủ 3) Nhóm cổ phiếu được hưởng lợi từ thị trường nội địa...
- **Chiến lược đầu tư:** Mua tại các vùng hỗ trợ mạnh của Index, ưu tiên giải ngân từng phần. Tuân thủ chặt chẽ nguyên tắc đầu tư.

2. Ý tưởng đầu tư

- **CP hưởng lợi từ thị trường tiêu dùng nội địa:** Ngành Ngân hàng, Hàng tiêu dùng, Bán lẻ...
- **Nhóm cổ phiếu hưởng lợi từ các hiệp định thương mại/ sự dịch chuyển do chiến tranh thương mại**
- **Nhóm cổ phiếu công nghệ:** Công nghệ thông tin, phần mềm, viễn thông
- **Nhóm phòng thủ:** Năng lượng, điện nước, vật liệu

3. Danh mục cổ phiếu

- Ngân hàng: **MBB, TCB, VCB**
- Hàng tiêu dùng, bán lẻ: **MWG, PNJ, VNM**
- SX Điện: **REE, POW, HND**
- Công nghệ: **FPT**
- BĐS : **VRE**
- Thép: **HPG**
- Hàng không: **ACV**
- Dầu khí: **GAS, PVS, PVD**

4. Kịch bản thị trường

- **Kịch bản lạc quan 2020:** Chỉ số VN-Index có thể dao động bình quân trong khoảng cận dưới 960 điểm và cận trên 1.176 điểm, tăng 22,40% so với năm 2019 (tính theo mốc điểm cao nhất có khả năng đạt được)
- **Kịch bản cơ sở 2020:**
- Chỉ số VN-Index có thể dao động trong khoảng cận dưới 934 điểm với cận trên 1.075 điểm tăng 11,78% so với năm 2019 (tính theo mốc điểm cao nhất có khả năng đạt được)

Ngành và danh mục đầu tư cho 2020

Ngành	Khuyến nghị	Đánh giá	Cơ hội đầu tư
Bán lẻ & hàng tiêu dùng	Tăng tỷ trọng	<ul style="list-style-type: none"> Việt Nam đang được biết tới: (1) tầng lớp trung lưu càng tăng; (2) tốc độ đô thị hóa nhanh; (3) 40% dân số dưới 24 tuổi. Đây là 3 lý do chính khiến cho các chuỗi bán lẻ tại Việt Nam như Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ), Thế Giới Di Động (MWG) đang có mức tăng trưởng lợi nhuận từ 20% - 40%, cao hơn rất nhiều so với nhiều ngành khác. Chính vì vậy chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho MWG. Mặc dù doanh thu của PNJ trong năm 2020 sẽ gặp nhiều bất lợi do nhu cầu có thể bị giảm trong ngắn hạn nhưng về lâu dài PNJ vẫn là khoản đầu tư hấp dẫn. 	MWG, VNM, PNJ
Công nghệ	Tăng tỷ trọng	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng vào mức tăng trưởng cao của FPT nhờ vào thị trường số hóa (DX) trị giá 1,100 tỉ đô vào năm 2019. Tốc độ tăng trưởng nhanh gấp 2 lần ngành IT nói chung, tăng 12.1% mỗi năm. Thị trường này rất lớn và nhu cầu có thể đến 19,000 tỉ đô trong khi đó doanh thu toàn cầu hiện tại chỉ 958 tỉ đô. 	FPT
BDS bán lẻ	Tăng tỷ trọng	<ul style="list-style-type: none"> Với dự định mở trung tâm thương mại mới, VRE kì vọng sẽ mở thêm 13, 27 và 27 trung tâm lần lượt vào 2019, 2020 and 2021. LN ròng sẽ tăng khoảng 27-28% trong vòng 3 năm tới dựa vào việc tiền thuê cao từ các trung tâm mới. 	VRE
Thép	Tăng tỷ trọng	<ul style="list-style-type: none"> Ngành thép. Mặc dù cạnh tranh rất căng thẳng từ sản xuất trong nước và áp lực từ biến động thế giới, chúng tôi vẫn đánh giá ngành thép Việt Nam có nhiều triển vọng trong tương lai dài do thuận lợi về mặt kinh tế, các dự án cơ sở hạ tầng đầy tham vọng do nhà nước và vốn FDI. 	HPG
Ngân Hàng	Giảm tỷ trọng	<ul style="list-style-type: none"> Dựa trên diễn biến ngành ngân hàng trong năm 2019, chúng tôi khuyến nghị những cổ phiếu ngân hàng có thể đáp ứng nhu cầu về vốn tối thiểu trong dài hạn, có thể mở rộng hoạt động cho vay hướng về tín dụng bán lẻ, và có mức định giá hợp lý. 	MBB, TCB, VCB
Điện	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Trong ngành điện, chúng tôi tập trung vào các cổ phiếu NT2 (CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2) và HND (CTCP Nhiệt điện Hải Phòng). Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp này có khả năng đạt tỷ lệ huy động điện cao khi sản lượng từ thủy điện sụt giảm. Bên cạnh đó, với bản chất cổ phiếu phòng thủ, NT2 và HND thường duy trì tỷ suất cổ tức ở mức 6% - 11%/năm. 	HND, REE, POW
Hàng không	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn. Bamboo Airways cùng các hãng hàng không tiềm năng khác sẽ gây nhiều khó khăn hơn cho Vietnam Airlines và VietjetAir. Thị phần được cơ cấu lại cùng biên lợi nhuận thấp hơn do cạnh tranh giá vé sẽ tác động bất lợi tới tăng trưởng lợi nhuận hai anh cả ngành hàng không. Lưu lượng hành khách tiếp tục tăng trưởng bất chấp quá tải nhà ga. Với một đường băng, một sân bay bất kỳ có khả năng phục vụ hơn 15 triệu hành khách chùng nào cơ sở hạ tầng như đường lăn, sân đỗ, nhà ga đồng bộ tương xứng. Theo kế hoạch đầu tư, tốc độ tăng trưởng nhanh sẽ được đảm bảo với những sân bay được mở rộng lớn hơn. 	ACV
Dầu khí	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Tình trạng dư cung sẽ được tránh nếu các nước OPEC+ kí được hiệp định giảm sản xuất, giá dầu trong năm 2020 sẽ ổn định. Công ty dầu khí nhà nước - Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và nhiều công ty con tiếp tục gây ảnh hưởng lớn đến tất cả các khía cạnh của ngành năng lượng Việt Nam, mặc dù Chính phủ đã bắt đầu thực hiện các bước tự do hóa và tư nhân hóa thị trường. Trong 4 năm qua, PVN đã và đang thực hiện tái cấu trúc nguồn nhân lực quản lý cấp cao. Chúng tôi cho rằng hoạt động này đã từng bước đưa PVN vượt qua khó khăn và triển ổn định cho giai đoạn sắp tới. 	GAS, PVS, BSR

Ngành và danh mục đầu tư cho 2020


STT	Mã CP	Ngành	Sàn NY	Các chỉ số chính				Khuyến nghị	Giá mục tiêu VNĐ	Upside
				EPS (VNĐ)	BVPS (VNĐ)	ROE (%)	ROA (%)			
1	MWG	Bán lẻ & hàng tiêu dùng	HSX	8,333	25,107	36.0%	11.9%	MUA	144,000	27.4%
2	VNM	Bán lẻ & hàng tiêu dùng	HSX	6,132	15,654	38.2%	27.4%	NẮM GIỮ	136,000	14.7%
3	PNJ	Bán lẻ & hàng tiêu dùng	HSX	4,825	18,530	26.8%	16.1%	NẮM GIỮ	95,100	13.1%
4	FPT	Công nghệ	HSX	4,676	20,021	20.3%	10.5%	MUA	71,000	26.7%
5	VRE	BDS bán lẻ	HSX	1,170	12,318	9.4%	7.0%	MUA	34,900	36.0%
6	HPG	Thép	HSX	2,664	16,612	17.0%	8.3%	MUA	32,400	43.0%
7	MBB	Ngân hàng	HSX	3,191	15,601	20.6%	1.9%	MUA	30,300	35.0%
8	TCB	Ngân hàng	HSX	2,659	16,792	16.8%	2.7%	NẮM GIỮ	26,000	12.0%
9	VCB	Ngân hàng	HSX	5,269	21,924	26.3%	1.8%	NẮM GIỮ	96,100	13%
10	HND	Điện	UPCOM	1,719	11,768	15.0%	6.5%	NẮM GIỮ	14,700	3.0%
11	REE	Điện	HSX	5,613	32,083	17.2%	10.1%	NẮM GIỮ	40,700	10.0%
12	POW	Điện	HSX	1,070	11,403	8.9%	4.2%	MUA	15,600	24.0%
13	ACV	Hàng không	UPCOM	3,287	15,802	22.0%	12.6%	MUA	102,400	34.7%
14	GAS	Dầu khí	HSX	6,351	23,795	26.0%	19.3%	NẮM GIỮ	102,600	5.0%
15	PVS	Dầu khí	HNX	2,057	25,589	7.7%	4.0%	MUA	23,900	40.5%
16	BSR	Dầu khí	UPCOM	101	10,476	1.0%	0.6%	MUA	11,650	40.0%

Cổ phiếu được quan tâm nhất cho năm 2020

Góc nhìn từ VIPF

Respond at PollEv.com/vipf2019
Text **VIPF2019** to 22333 once to join, then text your message

Choose ONE BEST STOCK TICKER for 2020



Visual settings
Activate
Show responses
Lock
Clear responses
Fullscreen

Next
Previous

SPONSORS

Diamond & Gold
MB, Vingroup, NOVA LAND, hsc

Silver & Bronze
DIC, SABECO, htp, KIS, TEMASEK, Ricons, HDBank, REFINITIV, KHANG DIEN, PNJ, VIET CAPITAL, HOA PHAT, VCBS, FPT

Companion
ACBS, BSC, VPBank, FilinGroup

VIPF 2019 VIPF 2019 VIPF 2019 VIPF 2019 VIPF 2019

Ngành bán lẻ & tiêu dùng

“Những gã khổng lồ đang loay hoay với câu chuyện tăng trưởng”

Vietnam Retail & Consumer Industry

“Những gã khổng lồ đang loay hoay với câu chuyện tăng trưởng”

- Thị trường tiềm năng nhưng không đủ với cổ đông
- Đối thủ nước ngoài
- Những người khổng lồ: họ đang làm gì?
 - Bán lẻ trực tuyến không phải là thế mạnh.
 - Phần còn lại của chuỗi mom&pop mang tên cửa hàng tạp hóa.
 - MWG: đã chiếm lĩnh những thị trường hấp dẫn và sẽ đẩy mạnh nữa.
 - MSN & Vinmart: Một công ty sản xuất sản phẩm trong nhà và người còn lại phục vụ hàng cao cấp
 - VNM: Thị trường sữa đã không còn quá hấp dẫn, tuy nhiên câu chuyện có thể khác ở thị trường xuất khẩu
 - PNJ: Thị trường trang sức vẫn hấp dẫn.

Ngành bán lẻ & tiêu dùng

Những điểm nhấn chính

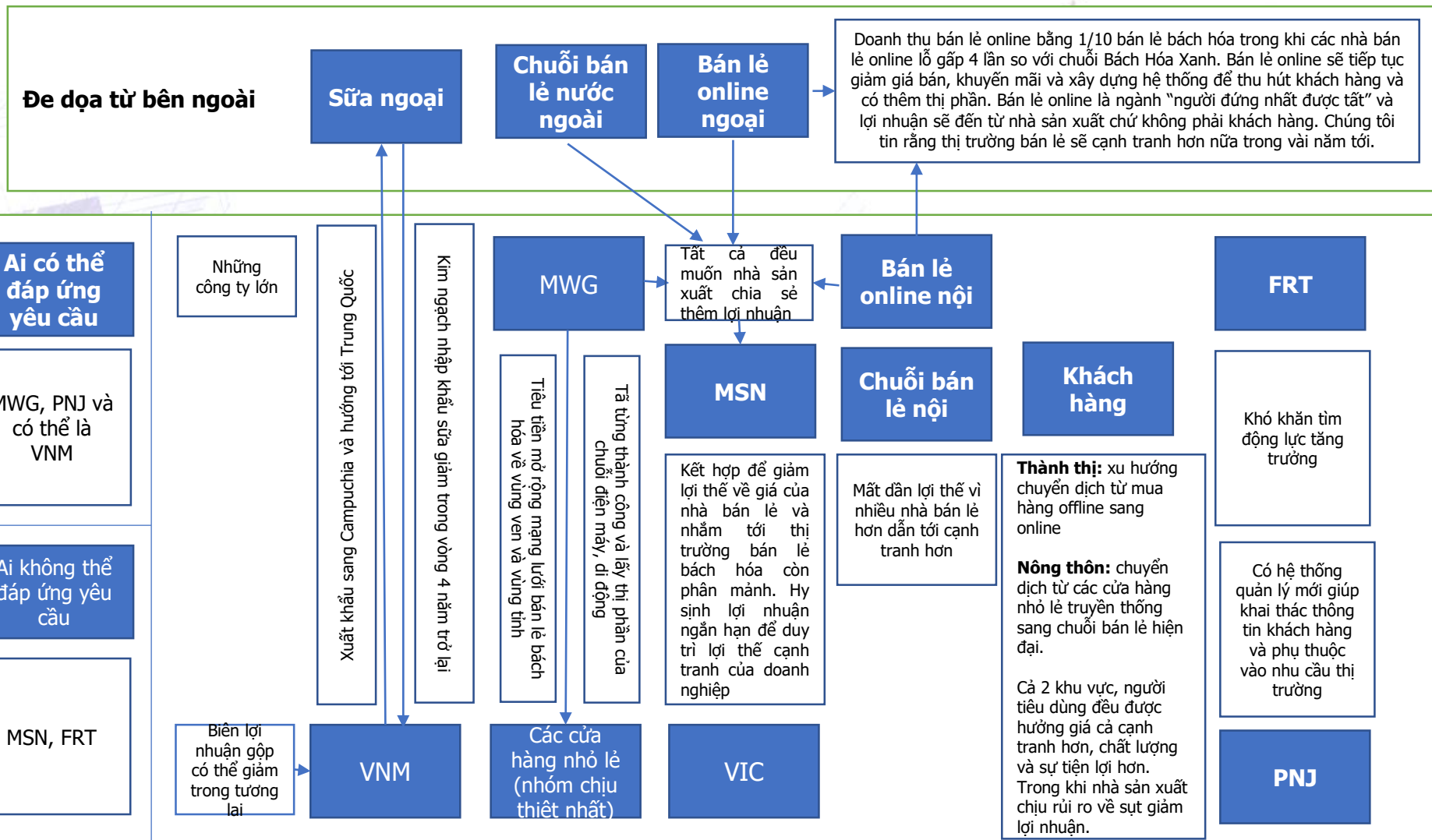
- Chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ Việt Nam là lựa chọn tốt cho nhà đầu tư tài chính và các doanh nghiệp nước ngoài. Việt Nam có một số ưu điểm đặc biệt như: (1) Cơ cấu dân số vàng; (2) đất nước đang phát triển với tăng trưởng GDP hàng năm thuộc top thế giới và lạm phát ổn định, điều này giúp cho ngành bán lẻ có tốc độ tăng trưởng luôn cao hơn 10%/năm.
- Hơn nữa, Việt Nam còn được biết tới là: (1) Đất nước có tốc độ tăng trưởng tầng lớp trung lưu cao; (2) tỷ lệ đô thị hóa cao; (2) 40% dân số dưới 24 tuổi. 3 yếu tố này giúp cho các kênh bán hàng hiện đại như PNJ, MWG có được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trung bình 20 – 40%/năm, cao hơn rất nhiều so với trung bình ngành. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA với cổ phiếu MWG. Với cổ phiếu PNJ, có chút quan ngại về tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong năm 2020 tuy nhiên về dài hạn chúng tôi vẫn tin đây là một cơ hội đầu tư đáng lưu ý.
- Đối với ngành tiêu dùng, MBS tạm thời không đưa ra khuyến nghị với cổ phiếu MSN bởi doanh nghiệp đang trong quá trình chuyển đổi lớn về mô hình kinh doanh. Một số vấn đề sẽ chưa thể sáng tỏ được trong quá trình phân tích cổ phiếu MSN như: (1) Triển vọng của MML chưa rõ ràng vào thời điểm này bởi nhà máy mới chỉ hoạt động được 5% công suất và chúng tôi dự kiến sẽ phải mất thêm 2 đến 3 năm nữa để mô hình này có thể đạt đủ sản lượng hòa vốn (tương đương khoảng 30 – 40% công suất). (2) MSN vừa M&A với Vincommerce, một mảng kinh doanh đã lỗ 5.100 tỷ trong năm 2018. Mặc dù khoản lỗ này đã giảm bớt vào năm 2019, tuy nhiên nó vẫn cần rất nhiều cải thiện và thu hút được lưu lượng khách hàng nhiều hơn nữa để có thể hòa vốn. Vì vậy, mặc dù MBS đánh giá rất cao tiềm năng của mảng thịt khi kết hợp với chuỗi bán lẻ, nhưng chúng tôi sẽ cần thêm thời gian theo dõi hoạt động kinh doanh của MSN trước khi có thể đưa ra khuyến nghị cho cổ phiếu này.
- MBS đưa ra khuyến nghị TÍCH CỰC cho cổ phiếu VNM khi cổ phiếu này vẫn tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hàng năm. Thị phần 9T2019 của VNM tăng 2.2% so với cùng kì. Mảng xuất khẩu vẫn tiếp tục duy trì phong độ tốt với tăng trưởng 12,4% cùng kì, đạt 2.735 tỷ VND nhờ tăng trưởng 35% của Angkor Milk tại thị trường Campuchia.

Cổ phiếu khuyến nghị và vùng giá mục tiêu

Công ty	Mã	Vốn hóa (VND tỷ)	Thị giá (VND)	Khuyến nghị		Price Target	
				Hiện tại	Trước	Hiện tại	Trước
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)	PNJ	18,717	84,100	NẮM GIỮ	MUA	95,100	100,200
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	MWG	50,029	113,000	MUA	n/m	144,000	144,000
CTCP Sữa Việt Nam (VNM)	VNM	206,527	118,600	NẮM GIỮ	n/m	136,000	n/m

Ngành bán lẻ & tiêu dùng

Tổng quan

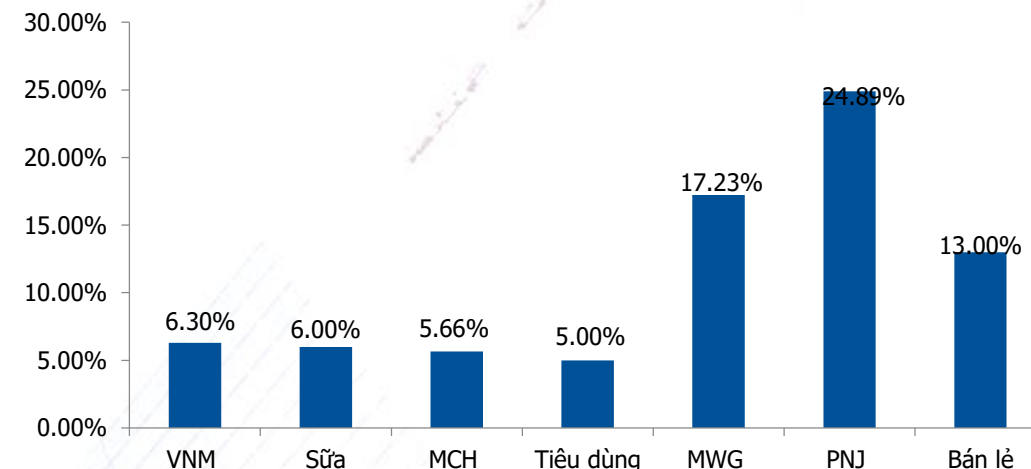


Ngành bán lẻ & tiêu dùng

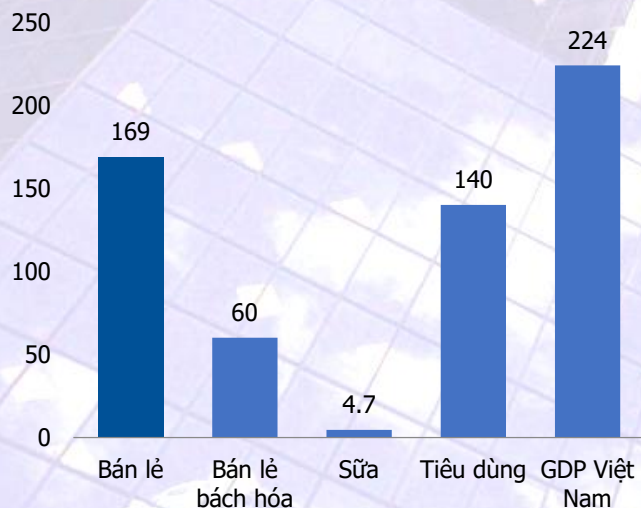
Thị trường tiềm năng nhưng không đủ với cổ đông

- Ngành tiêu dùng và bán lẻ Việt Nam đang được hưởng lợi hơn so với các nước trong cùng khu vực ASEAN như: (1) Dân số trẻ và đang trong độ tuổi lao động; (2) thu nhập gia tăng, dẫn tới tăng thêm tầng lớp trung lưu và nhu cầu tiêu thụ tăng.
- Tăng trưởng ngành bán lẻ duy trì 13%/năm. Ngành hàng tiêu dùng và sữa có sự tăng trưởng ổn định ở mức 5 – 6%/năm.
- Các công ty niêm yết trên sàn như PNJ, MWG, MSN và VNM đều là những doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành của họ. Với lợi thế cạnh tranh rõ ràng và lợi thế về thương hiệu, các doanh nghiệp này đều có tốc độ tăng trưởng cao hơn so với trung bình ngành, nhờ đó tăng thêm thị phần.
- Mặc dù tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của MSN, VNM và MWG cao hơn so với trung bình ngành nhưng vẫn có khả năng thấp hơn so với kì vọng của cổ đông. Vì vậy, 2020 sẽ là một năm khó khăn với cả ngành bán lẻ và tiêu dùng.

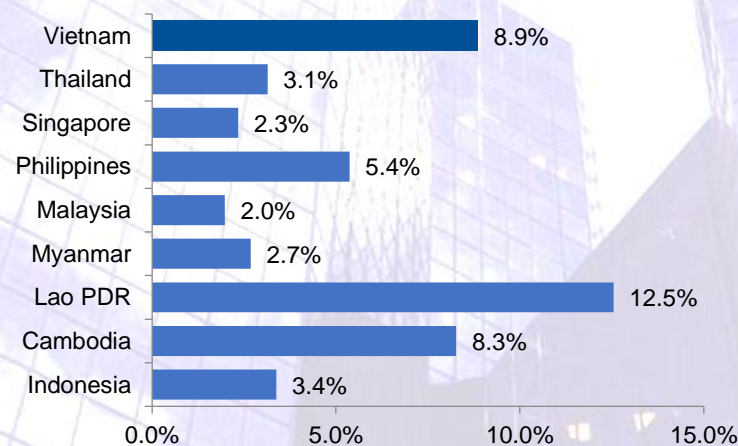
Tăng trưởng doanh thu 9T2019 và 2018



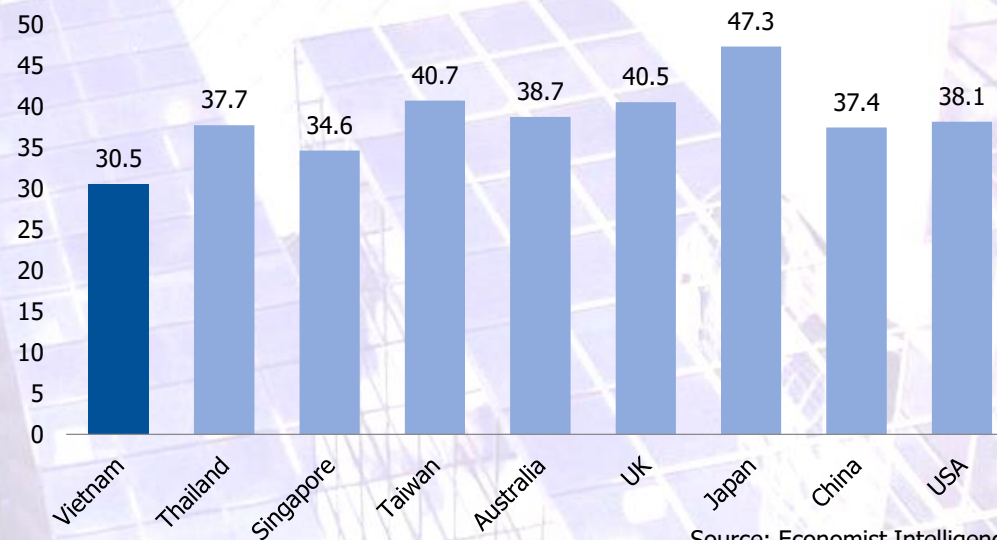
Quy mô thị trường (tỷ USD)



Thu nhập bình quân đầu người 2018



Tuổi trung bình



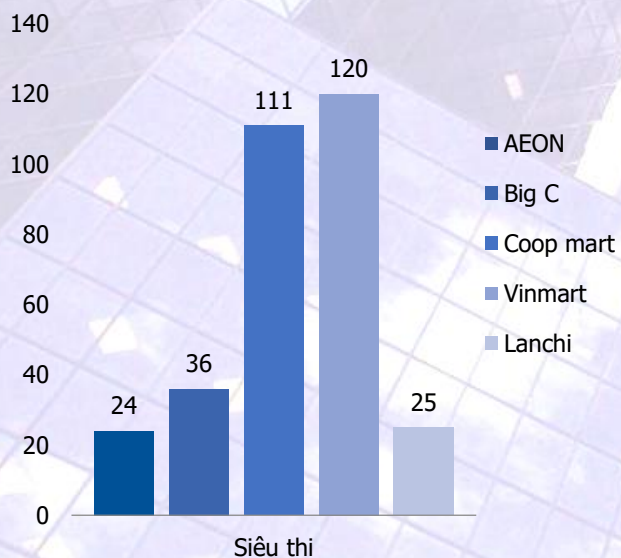
Source: Economist Intelligence Unit

Ngành bán lẻ & tiêu dùng

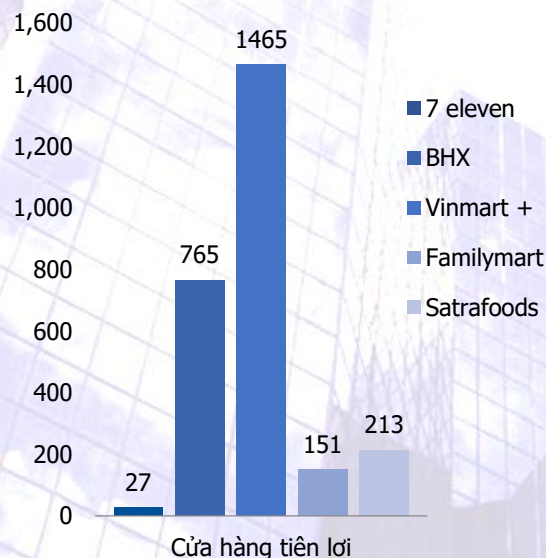
Đối thủ cạnh tranh chính, họ là ai?

- Có thể thấy doanh nghiệp bán lẻ nước ngoài hiện đang tập trung vào 2 nhóm chính là: (1) bán lẻ online và (2) chuỗi cửa hàng hiện đại.
- Với bán lẻ online, doanh nghiệp thương mại điện tử đứng đầu là Shopee được thành lập bởi 1 công ty Singapore. Ngoài Lazada ra, 3 doanh nghiệp top 5 còn lại là của Việt Nam. Tuy nhiên, đáng lưu ý rằng, trước đây vị trí số 2 thuộc về MWG thì nay doanh nghiệp này đã tụt xuống thứ 3 về lưu lượng người truy cập. Điều này cho thấy bán lẻ online sẽ không phải là chiến lược phát triển trọng tâm của MWG trong tương lai.
- Chuỗi bán lẻ hiện đại có nhiều doanh nghiệp ngoại, tuy nhiên hiện nay đứng đầu là Vinmart với 120 siêu thị và 1464 cửa hàng tiện lợi. Đứng thứ nhì về quy mô là chuỗi bách hóa xanh.

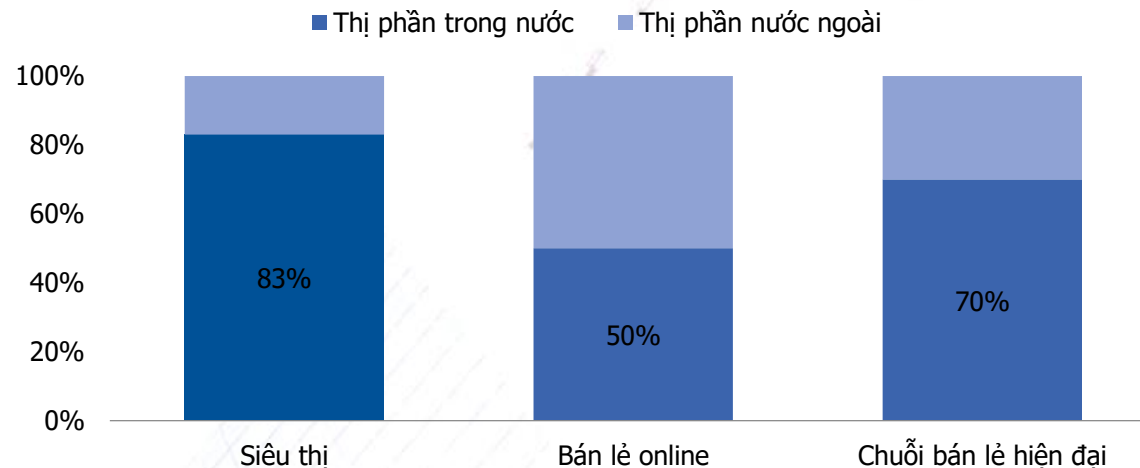
Số cửa hàng



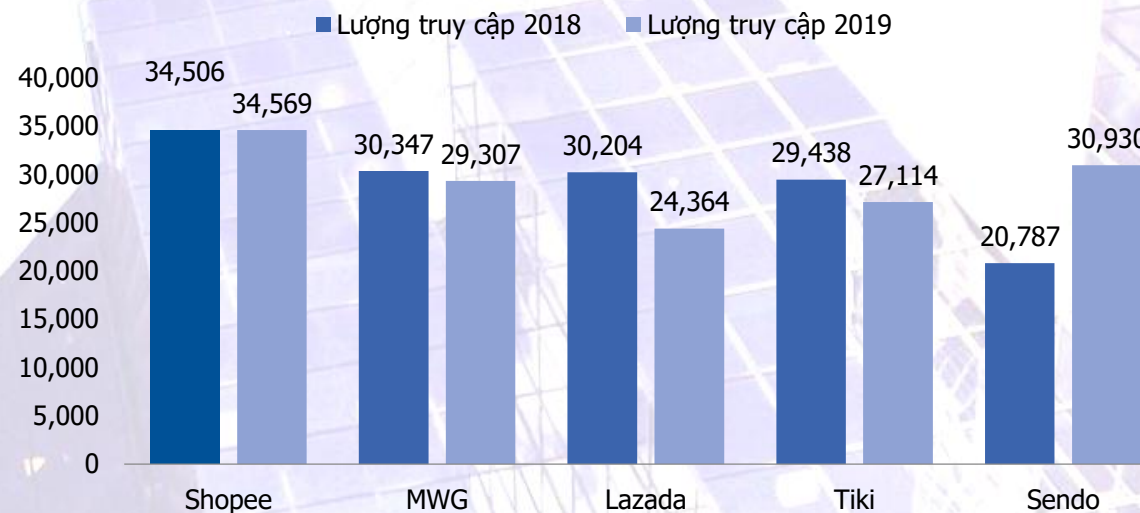
Số cửa hàng



Thị phần bán lẻ 2018



Lượng truy cập Website



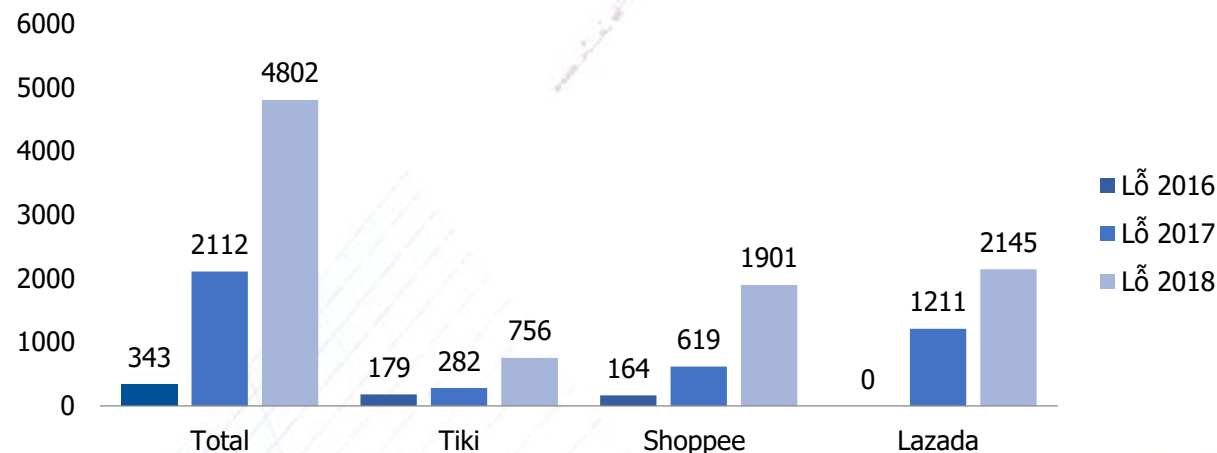
Ngành bán lẻ & tiêu dùng

Bán lẻ trực tuyến không phải thế mạnh của các doanh nghiệp trên sàn

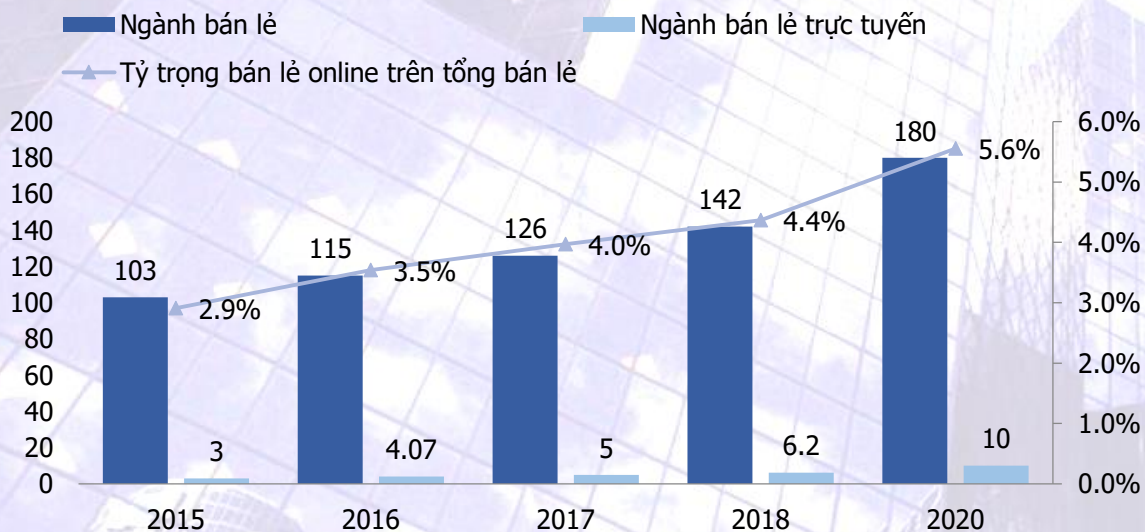
- Mặc dù bán lẻ trực tuyến đang có tốc độ tăng trưởng rất nhanh lên tới 24%/năm, tỷ trọng mảng này vẫn rất nhỏ so với tổng quy mô bán lẻ của Việt Nam. Chỉ khoảng 6.2 tỷ đô so với 60 tỷ đô quy mô của thị trường bán lẻ bách hóa. Tỷ trọng mảng bán lẻ sẽ tăng từ 2.9% năm 2015 lên 5.6% năm 2020.
- Các công ty kinh doanh trong ngành bán lẻ online đang đứng dưới sức ép cạnh tranh ngày càng lớn từ 2016 tới 2018. Cạnh tranh bán lẻ trực tuyến là một cuộc chiến về tiềm lực tài chính. Hiện nay chỉ riêng shopee thì khoản lỗ này đã lên đến 2000 tỷ VND, cao gấp 4 lần khoản lỗ của MWG khi phát triển Bách Hóa Xanh.
- Trong khi thị trường chưa lớn như bán lẻ bách hóa mà vận hành trong mảng bán lẻ online sẽ chịu áp lực lỗ nhiều hơn và nhiều rủi ro hơn. Đây là một phần vì sao Vinmart và MWG đang bỏ qua mảng bán lẻ trực tuyến.

Những người khổng lồ: họ đang làm gì?

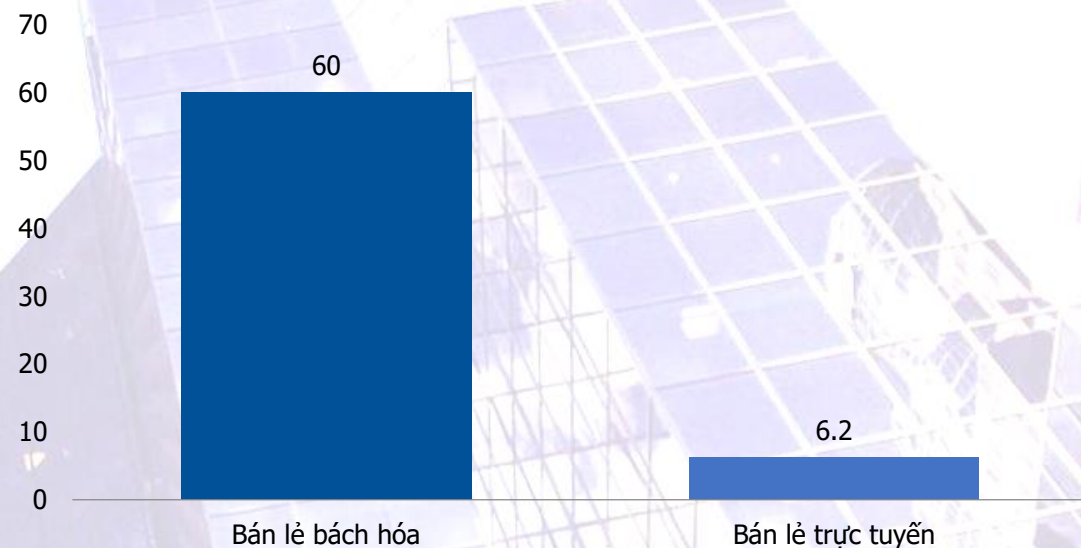
Lỗ các năm của các công ty bán lẻ trực tuyến (triệu VND)



Bán lẻ trực tuyến tăng trưởng cao hơn trung bình ngành



Bán lẻ bách hóa và bán lẻ trực tuyến

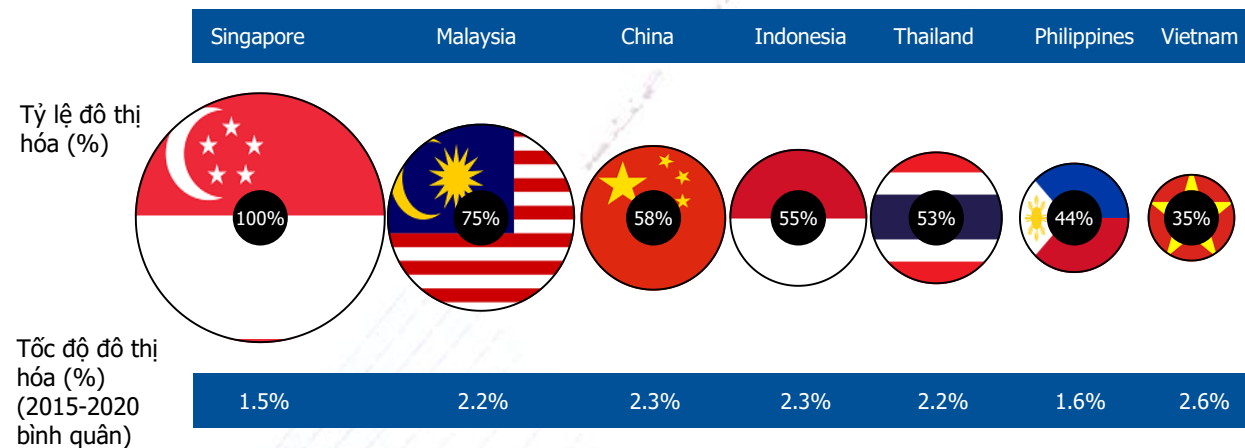


Ngành bán lẻ & tiêu dùng

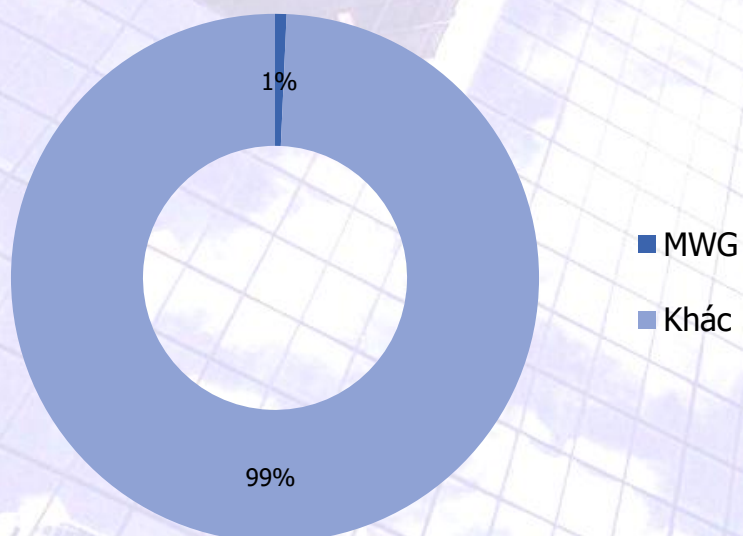
Lấy lại thị phần từ các cửa hàng truyền thống và câu chuyện tên bách hóa

- Việt Nam đứng thứ hạng thấp nhất về tỉ lệ độ hóa tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương, chỉ 35% so với các nước như Phillipine và Thái Lan ở mức 44% và 53%. Nhưng Việt Nam lại là nước có tốc độ đô thị hóa nhanh nhất, ở mức 2.6% cho quá trình từ 2015 đến 2020. Tỉ lệ đô thị hóa cao hơn dẫn tới nhiều người dùng đòi hỏi chất lượng và uy tín hơn. Đây sẽ là yếu tố giúp chuyển dịch xu hướng mua sắm từ các cửa hàng truyền thống sang chuỗi bán lẻ hiện đại.
- Thị phần chuỗi bán lẻ hiện đại trên tổng bán lẻ bách hóa vẫn còn thấp nên mặc dù bán lẻ bách hóa không có tốc độ tăng trưởng cao như bán lẻ trực tuyến nhưng vẫn rất tiềm năng và là thị trường tiềm năng cho các chuỗi bán lẻ hiện đại. Sử dụng lợi thế về thương hiệu, khả năng đàm phán giá và danh tiếng của mình, các chuỗi này sẽ dần dần thay thế nhóm cửa hàng truyền thống.

Tỷ lệ đô thị hóa

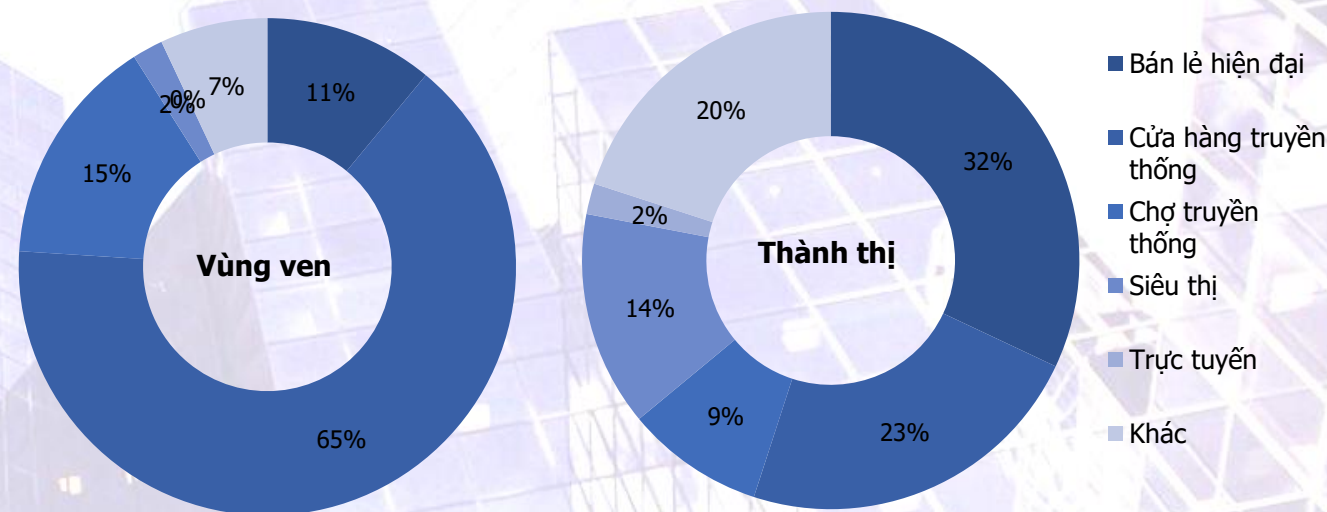


Thị phần bán lẻ bách hóa



Source: MBS Research

Thị phần theo khu vực

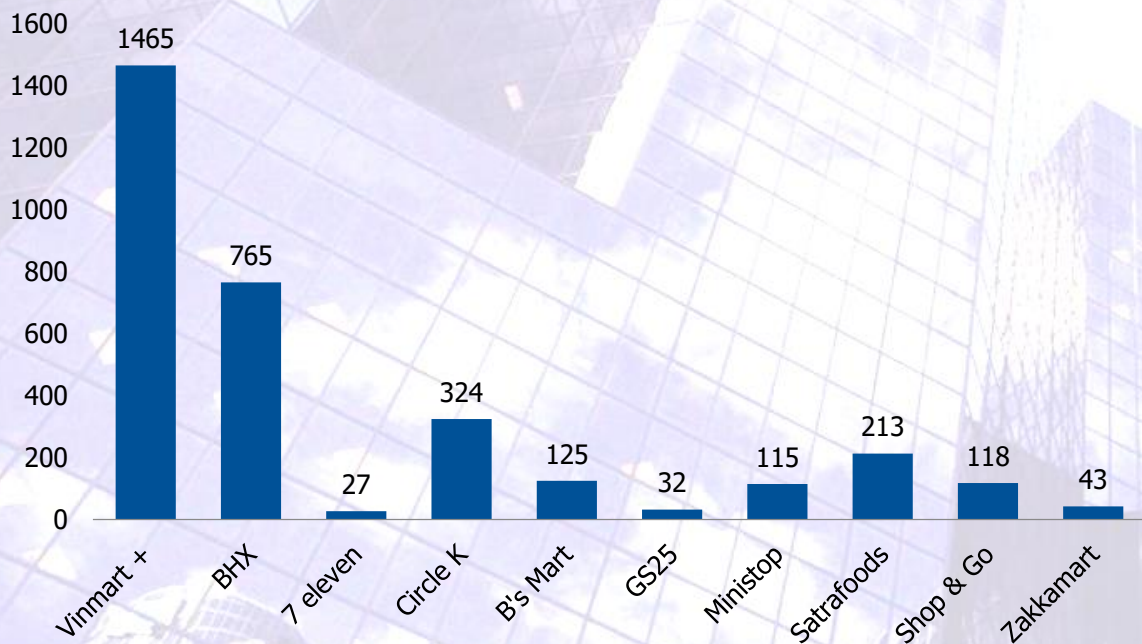


Ngành bán lẻ & tiêu dùng

Đối với MWG: Đã chiếm lĩnh thị phần Điện Máy và di động, giờ họ sẽ lấy "cái bánh" bách hóa!

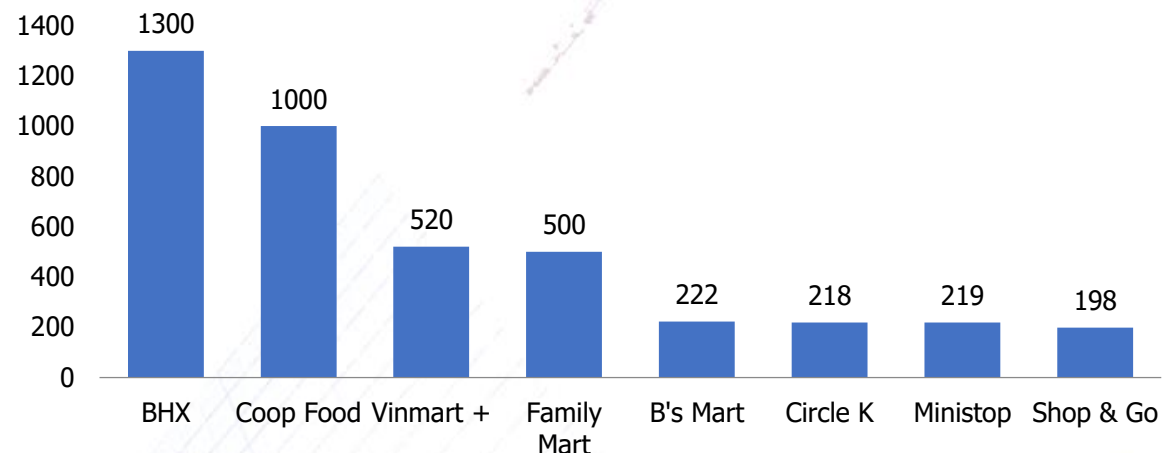
- Trong quá khứ, MWG đã thành công với chuỗi điện máy xanh và di động khi phát triển về khu vực nông thôn, giúp họ duy trì tốc độ tăng trưởng hơn 30%/năm.
- Hiện nay, MWG tiếp tục chiến lược này phát triển chiến lược của họ với chuỗi bách hóa xanh.
- MWG đang đứng số 2 về số lượng cửa hàng tại Việt Nam chỉ sau Vinmart. Tuy nhiên, các chỉ số về lợi nhuận của MWG đều tốt hơn so với đối thủ như biên lợi nhuận gộp, doanh thu/cửa hàng.

Số lượng cửa hàng tiện lợi

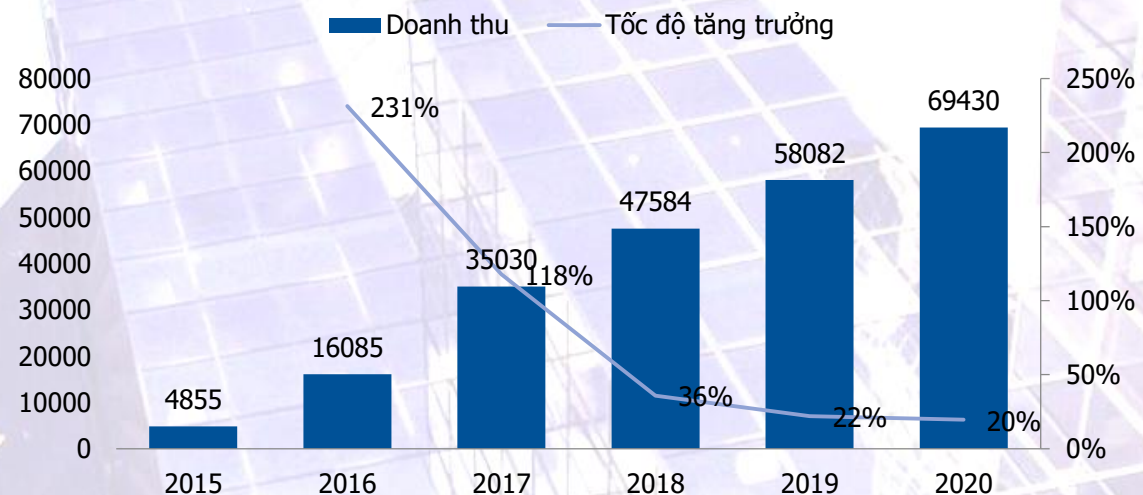


Những người khổng lồ: họ đang làm gì?

Doanh thu/cửa hàng (triệu VND/tháng)



Sự thành công của chuỗi Điện Máy



Công ty cổ phần Đầu tư Thế giới Di động(HSX: MWG)

MUA; Giá Mục Tiêu: VND 144,000 (+27,4%)

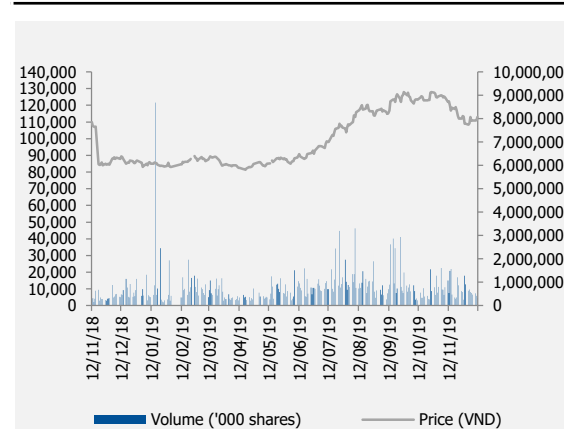
Luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh 10 tháng của MWG đạt 84.723 tỷ doanh thu (+17% yoy) và 3.260 tỷ lợi nhuận sau thuế (+ 35% yoy).
- Doanh thu trung bình 1 cửa hàng của BHX là 1,6 tỷ/tháng. Tuy nhiên, doanh thu/cửa hàng tháng 10 chỉ đạt 1,3 tỷ/tháng do yếu tố mùa vụ. Chúng tôi dự kiến vào tháng 11 này kết quả kinh doanh sẽ lại cải thiện trở lại. Cửa hàng ở vùng tỉnh mới mở đang có doanh thu cao hơn trung bình của chuỗi khoảng 2 tỷ/cửa hàng (cao hơn 20% những cửa hàng mở ở Sài Gòn).
- Biên lợi nhuận gộp của BHX vẫn đang được cải thiện, đạt gần 20% nhờ giảm bớt hàng bị hỏng và tăng khả năng đàm phán giá với nhà cung cấp. Chúng tôi kì vọng biên gộp của chuỗi sẽ tăng lên 22% vào năm 2023.
- Chúng tôi dự kiến số cửa hàng mở ở phía Tây Và phía Đông sẽ tăng từ 300 đến 500 cửa hàng vào 2020. Hiện tại đã có thêm 2 DC mới được xây ở khu vực này. Chúng tôi dự phóng chi phí vận chuyển chiếm khoảng 5% tổng doanh thu và tổng cộng là 18% cho chi phí quản lý và bán hàng. Vì vậy, chúng tôi dự kiến BHX sẽ đạt điểm hòa vốn nếu biên gộp đạt 23% hoặc doanh thu/cửa hàng tăng lên 2 tỷ/tháng.
- Màng bán đồng hồ có thể là động lực tăng trưởng mới cho di động và điện máy. Trong tháng 9/2019, MWG đã bán được 50.000 đồng hồ với 20% biên lợi nhuận gộp, cao gấp 1.15 lần so với dự phóng của chúng tôi nhờ bán chéo sản phẩm. Doanh thu của màng này chúng tôi dự phóng sẽ tăng từ 500 tỷ lên 600 tỷ năm 2019. Trong năm 2020, chúng tôi dự kiến doanh thu màng này sẽ đạt 1.917 tỷ với 700 cửa hàng kinh doanh.

Định giá

Giá mục tiêu của chúng tôi cho MWG là 144,000 đồng/cp (+23% upside), sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền với ($g = 0\%$, $WACC = 13.68\%$). Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho cổ phiếu. Hiện tại MWG đang được giao dịch với P/E forward 2019 là 13,4 lần và P/E forward 2020 là 9.9 lần, thấp hơn 21% so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Biến động giá



Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 113,000
Giá Mục Tiêu	VND 144,000
Upside	27.4%
Bloomberg	MWG VN
Vốn hóa	VND 50,029 bn USD 2,175 mn
Biến động giá	VND 78,160 – VND 128,000
GTGD trung bình phiên	VND 97 bn USD 4.24 mn
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

Đơn vị: Tỷ đồng	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	86,516	101,746	131,758	160,681
EBIT	3,871	4,787	6,790	9,260
Lợi nhuận	2,880	3,909	5,284	7,042
Lợi nhuận (cơ bản)	2,880	3,909	5,284	7,042
EPS (VND)	6,500	8,820	11,923	15,890
EPS tăng trưởng (%)		35.7%	35.2%	33.3%
P/E (x)	18.1	13.4	9.9	7.4
EV/EBITDA (x)	7.3	5.6	4.6	3.8
Lợi tức (%)	1.27%	1.27%	1.27%	1.27%
P/B (x)	3.4	2.4	1.8	1.3
ROE (%)	32.1%	35.7%	34.4%	32.7%
Nợ/vốn chủ (%)	64.5%	54.1%	45.6%	38.2%

Nguồn: MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Mobile World Group (HSX: MWG)

Income Statement (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Doanh thu	86,516	101,746	131,758	160,681
Giá vốn hàng bán	71,224	83,080	106,992	129,382
Lợi nhuận gộp	15,292	18,666	24,767	31,299
Lợi nhuận tài chính	342	309	400	487
Chi phí tài chính	437	463	515	602
Chi phí quản lý và bán hàng	11,421	13,501	17,804	22,155
LNTT	3,788	5,024	6,865	9,051
LNST	2,880	3,909	5,284	7,042
LNST cho cổ đông công ty mẹ	2,879	3,907	5,281	7,038
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	3	4

Balance Sheet (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Tài sản ngắn hạn	24,509	28,077	36,244	46,376
I. Tiền & tương đương tiền	3,750	7,425	9,810	14,504
II. Đầu tư ngắn hạn	0	1	2	3
III. Phải thu ngắn hạn	1,560	1,835	2,376	2,897
IV. Hàng tồn kho	17,446	17,130	22,060	26,677
V. Tài sản ngắn hạn khác	583	686	888	1,083
Tài sản dài hạn	3,580	4,121	5,264	6,318
I. Phải thu dài hạn				
II. Tài sản cố định	3,333	3,831	4,889	5,861
1. Tài sản cố định hữu hình	3,305	3,806	4,864	5,836
2. Tài sản cố định vô hình	28	25	25	24
III. Tài sản khác	0	1	2	3
IV. Xây dựng cơ bản dở dang	245	80	80	80
V. Đầu tư dài hạn	0	60	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	247	290	376	458
Tổng tài sản	28,089	32,198	41,509	52,695
Nợ	19,155	21,235	26,148	31,179
I. Nợ ngắn hạn	17,907	20,055	25,194	30,224
1. Phải trả ngắn hạn	8,253	9,626	12,397	14,991
2. Vay ngắn hạn	5,797	5,928	7,000	8,220
II. Nợ dài hạn	1,248	1,180	954	955
1. Phải trả ngắn hạn	0	1	2	3
2. Vay dài hạn	1,248	1,179	952	952
Vốn chủ	8,983	10,962	15,360	21,515
1. Vốn chủ sở hữu	4,435	4,435	4,435	4,435
2. Thặng dư vốn cổ phần	551	551	551	551
3. Lợi nhuận giữ lại	3,990	5,966	10,361	16,512
4. Lợi ích cổ đông thiểu số	6	8	11	15
5. Vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	28,089	32,198	41,509	52,695

Nguồn: MBS

Ratios	2018	2019E	2020E
Valuation			
EPS	6,500	8,820	11,923
Book value per share (BVPS)	20,255	24,717	34,633
P/E	18.1	13.4	9.9
P/B	3.4	2.4	1.8
P/S	0.6	0.5	0.4
Lợi tức	1.3%	1.3%	1.3%
Profitability			
Lợi nhuận gộp margin	17.7%	18.3%	18.8%
EBITDA margin	17.6%	18.2%	18.7%
Lợi nhuận margin	3.3%	3.8%	4.0%
ROE	32.1%	35.7%	34.4%
ROA	10.3%	12.1%	12.7%
Growth			
Doanh thu growth		17.6%	29.5%
LNTT growth		32.6%	36.6%
LNST growth		35.7%	35.2%
EPS		35.7%	35.2%
Total Asset		14.6%	28.9%
Equity		22.0%	40.1%
Liquidity			
Current ratio	136.9%	140.0%	143.9%
Quick ratio	29.7%	46.2%	48.4%
Debt/Tổng tài sản	25.1%	22.1%	19.2%
Debt/Equity	54.1%	45.6%	38.2%
Interest coverage	14.8	20.2	37.8
Operating efficiency			
Phải thu ngắn hạn turnover	55.5	55.5	5.3
Days sales outstanding	6.6	6.6	69.5
Hàng tồn kho turnover	4.1	4.9	4.8
Days sales of Hàng tồn kho	89.4	75.3	75.3
Payables turnover	8.6	8.6	8.6
Days payables outstanding	42.3	42.3	42.3

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

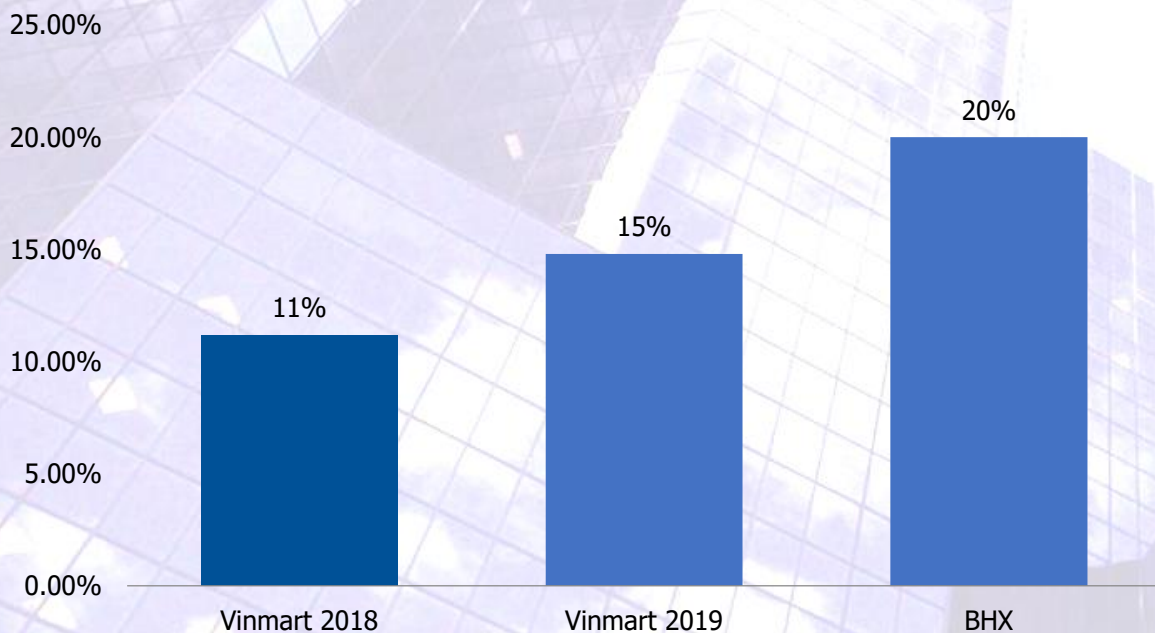
Stock picks

Ngành bán lẻ & tiêu dùng

MSN & Vinmart: “Một công ty sản xuất sản phẩm trong nhà và người còn lại phục vụ hàng cao cấp”

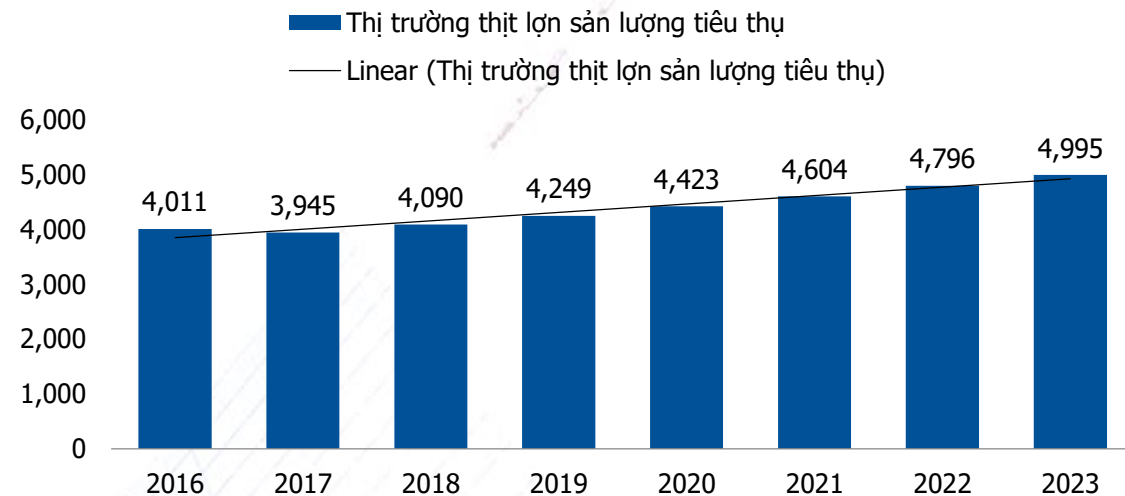
- Doanh thu một cửa hàng hiện đạt 520 triệu/cửa hàng, chỉ bằng 40% của BHX.
- Biên gộp của Vinmart là 14.8% so với biên gộp của MWG là 20%.
- Các chỉ tiêu về lợi nhuận của Vinmart đều thấp hơn đáng kể so với Bách Hóa Xanh bởi Vinmart chưa thành công với mảng hàng tươi sống. Hiện nay, tỷ trọng hàng tươi sống đang chiếm 50% doanh thu của bách hóa xanh. Nếu MSN hợp tác tốt với Vingroup, chúng tôi tin chuỗi bán lẻ này không chỉ cải thiện doanh thu và lợi nhuận, mà còn giúp MSN đạt điểm hòa vốn của MML.

Biên lợi nhuận gộp

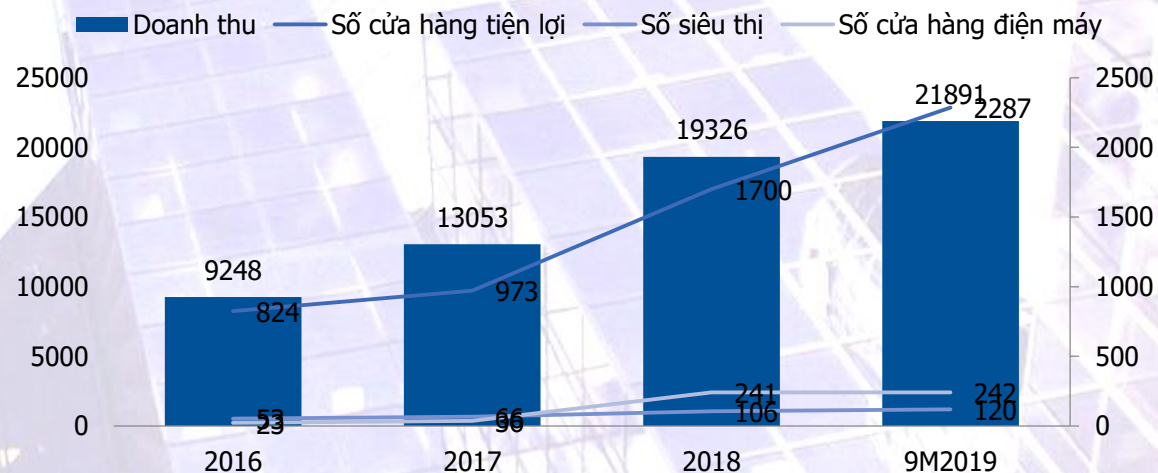


Source: MBS Research

Tổng doanh thu thị lợi



Số cửa hàng Vinmart

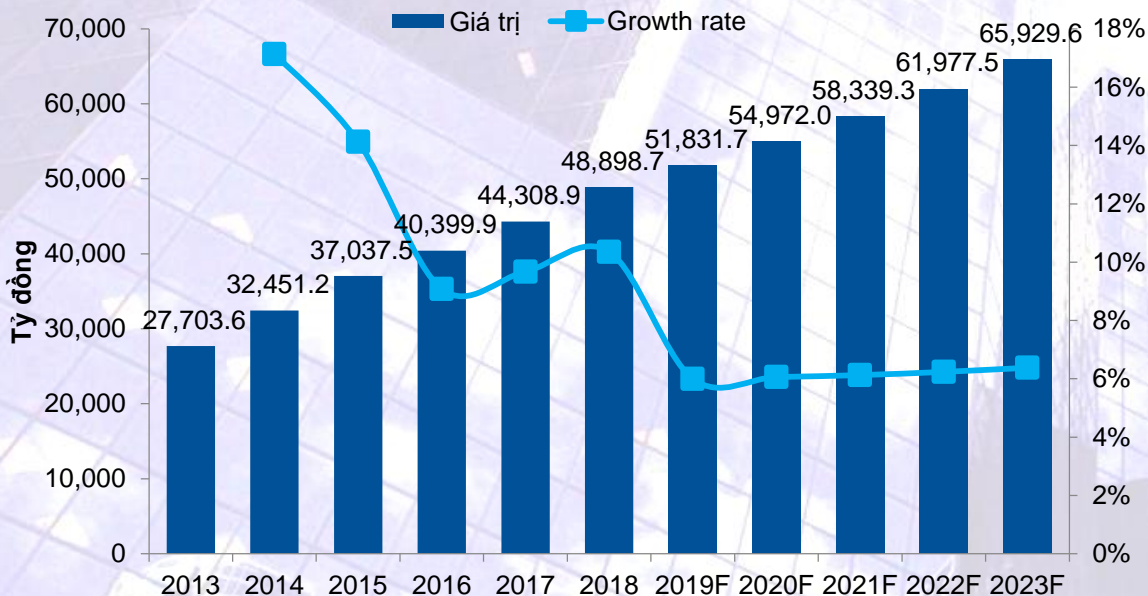


Ngành bán lẻ & tiêu dùng

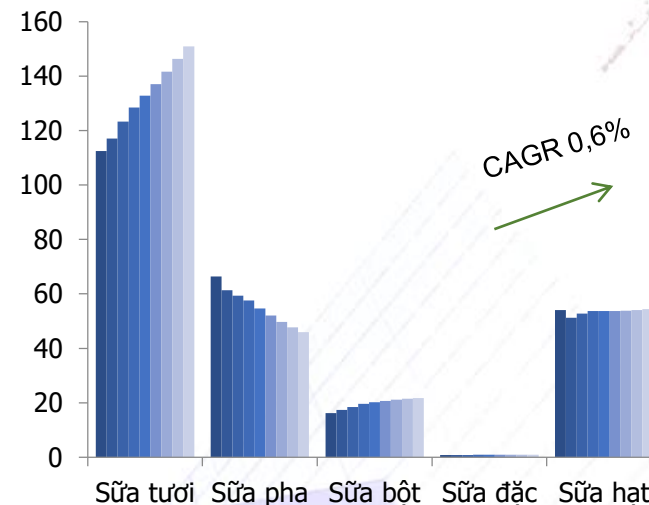
VNM: Thị trường sữa đã không còn quá hấp dẫn, tuy nhiên câu chuyện có thể khác ở thị trường xuất khẩu

- Thị phần sữa VNM tăng 2.2% so với cùng kì trong 9T2019. Công ty tiếp tục triển khai 25 sản phẩm mới hướng tới người trẻ để kể già. Cùng lúc đó VNM triển khai chương trình sữa học đường tại 15 tỉnh thành (trong tổng số 17 tỉnh thành triển khai).
- Biên lợi nhuận ròng của công ty tăng 0.64% so với cùng kì mặc dù giá sữa nguyên liệu tăng nhờ có giá đường giảm.
- Doanh thu xuất khẩu 9T2019 tăng 12.4% nhờ Angkor Milk tại thị trường Campuchia. Thị trường Trung Quốc mới triển khai nhưng cũng có nhiều khả năng ở các phân khúc thị trường ngách.

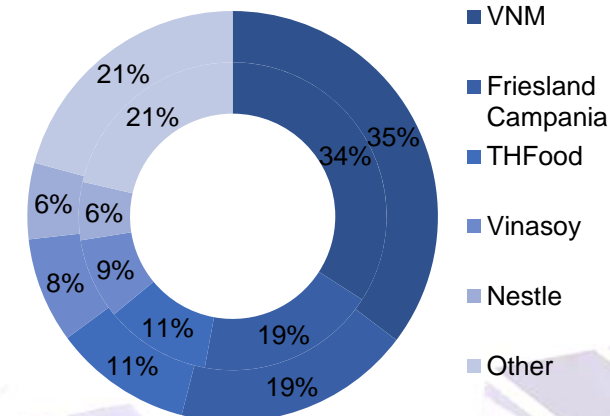
Tiêu thụ sữa dự kiến



Tiêu thụ sữa từng sản phẩm ở Trung Quốc



Thị phần sữa 2017&2018



Dòng sản phẩm mới hướng tới người trẻ



Năm giữ; Giá Mục Tiêu: 136,000 VNĐ (+14.7%)

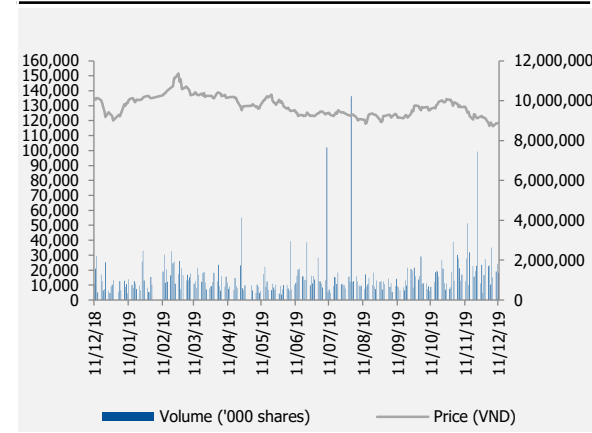
Luận điểm đầu tư

- 9T2019, VNM đạt 42,079 tỷ doanh thu (+ 6.4% yoy), hoàn thành 75% kế hoạch, trong đó doanh thu nội địa đạt 35,821 tỷ đồng (+5.8% yoy), chiếm 85% tỷ trọng doanh thu toàn công ty. Động lực tăng trưởng của VNM đến từ:
 - Thị phần vẫn tiếp tục tăng 2.2% so với cùng kì với sự tăng đồng đều của tất cả nhóm hàng đặc biệt là mảng sữa chua với tốc độ tăng trưởng khoảng 15%/năm.
 - Lợi nhuận ròng của VNM đạt 19.9% trong 9T2019 giảm 0.11% so với cùng kì do không còn lợi từ thuế. Chúng tôi dự kiến lợi nhuận 2020 sẽ cải thiện nhẹ nhờ có:
 - (1) Chi phí nguyên liệu sẽ ổn định và giảm nhẹ thời điểm đầu năm.
 - (2) Tỷ trọng nhóm hàng có biên lợi nhuận cao hơn như sữa chua, các mặt hàng cao cấp sẽ tiếp tục giúp cải thiện khả năng sinh lời của VNM.

Định giá

- Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu VNM giá mục tiêu cho 12 tháng là 136,000 đồng/cp sử dụng 2 phương pháp định giá là phương pháp so sánh và chiết khấu dòng tiền.
- Chúng tôi nhìn nhận VNM là một cơ hội đầu tư ổn định về dài hạn và sẽ không có nhiều bất ngờ về kết quả kinh doanh trong vòng 1 – 2 năm tới.
- Mặc dù thị trường sữa có nhiều lợi thế với các yếu tố vĩ mô như độ tuổi, thu nhập nhưng đã bắt đầu tăng trưởng chậm lại làm cho VNM khó có thể duy trì tốc độ tăng trưởng hơn 10%/năm.

Biến động giá



Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 118,600
Giá Mục Tiêu	VND 136,000
Upside	14.7%
Bloomberg	VNM VN
Vốn hóa	VND 206,527 bn USD 8,979 mn
Biến động giá	VND 114,200 – VND 134,100
Giá trị giao dịch trung bình phiên	VND 110 bn USD 4.8 mn
Sở hữu nước ngoài tối đa	100%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	58.55%

Đơn vị: Tỷ đồng	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	52,562	55,778	58,257	61,999
EBIT	12,103	13,581	14,594	15,251
Lợi nhuận	10,206	11,387	12,237	12,788
Lợi nhuận (cơ bản)	10,206	11,387	12,237	12,788
EPS (VNĐ)	5,862	6,541	7,029	7,345
EPS tăng trưởng (%)		11.6%	7.5%	4.5%
P/E (x)	20.2	18.1	16.9	16.1
EV/EBITDA (x)	15.0	13.5	12.5	11.8
Lợi tức (%)	2.95%	4.73%	4.73%	4.73%
P/B (x)	7.9	6.8	6.3	5.8
ROE (%)	38.9%	37.6%	37.5%	36.0%
Nợ/Vốn chủ (%)	42.2%	40.0%	38.9%	42.9%

Nguồn: MBS Research

Năm giữ; Giá Mục Tiêu: 136,000 VNĐ (+14.7%)

Income Statement (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Doanh thu	52,562	55,778	58,257	61,999
Giá vốn hàng bán	27,951	28,825	29,771	31,944
Lợi nhuận gộp	24,611	26,953	28,486	30,055
Lợi nhuận tài chính	760	711	811	850
Chi phí tài chính	118	114	119	127
Chi phí quản lý và bán hàng	13,399	14,244	14,877	15,832
LNTT	12,052	13,527	14,537	15,191
LNST	10,206	11,387	12,237	12,788
LNST cho cổ đông công ty mẹ	10,227	11,411	12,263	12,815
Lợi ích cổ đông thiểu số	-22	-24	-26	-27
Balance Sheet (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Tài sản ngắn hạn	20,560	26,306	26,684	31,441
I. Tiền & tương đương tiền	1,523	7,897	7,841	11,945
II. Đầu tư ngắn hạn	8,674	8,674	8,674	8,674
III. Phải thu ngắn hạn	4,639	5,018	5,241	5,577
IV. Hàng tồn kho	5,526	4,508	4,708	5,011
V. Tài sản ngắn hạn khác	198	210	219	233
Tài sản dài hạn	16,806	16,138	18,678	19,287
I. Phải thu dài hạn	88	88	88	88
II. Tài sản cố định	13,683	13,015	15,554	16,164
1. Tài sản cố định hữu hình	13,365	12,697	15,237	15,846
2. Tài sản cố định vô hình	318	318	318	318
III. Tài sản khác	0	1	2	3
IV. Xây dựng cơ bản dở dang	868	868	868	868
V. Đầu tư dài hạn	0	60	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	1,325	1,325	1,325	1,325
Tổng tài sản	37,366	42,445	45,362	50,728
Nợ	11,083	12,130	12,699	15,220
I. Nợ ngắn hạn	10,628	11,675	12,244	14,765
1. Phải trả ngắn hạn	3,991	3,001	3,099	3,326
2. Vay ngắn hạn	1,060	1,654	678	1,350
II. Nợ dài hạn	455	455	455	455
1. Phải trả ngắn hạn	455	455	455	455
2. Vay dài hạn	0	0	0	0
Equity	26,244	30,315	32,662	35,507
1. Vốn chủ sở hữu	17,417	17,417	17,417	17,417
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Lợi nhuận giữ lại	7,155	12,927	17,115	21,882
4. Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490	490
5. Vốn khác	1,181	-520	-2,359	-4,282
Tổng nguồn vốn	37,366	42,445	45,362	50,728

Nguồn: MBS

Ratios	2018	2019E	2020E
Valuation			
EPS	5,862	6,541	7,029
Book value per share (BVPS)	15,068	17,405	18,753
P/E	20.2	18.1	16.9
P/B	7.9	6.8	6.3
P/S	3.9	3.7	3.5
Lợi tức	3.0%	4.7%	4.7%
Profitability			
Lợi nhuận gộp margin	46.8%	48.3%	48.9%
EBITDA margin	48.4%	49.8%	50.5%
Lợi nhuận margin	19.4%	20.4%	21.0%
ROE	38.9%	37.6%	37.5%
ROA	27.3%	26.8%	27.0%
Growth			
Doanh thu growth		6.1%	4.4%
LNTT growth		12.2%	7.5%
LNST growth		11.6%	7.5%
EPS		11.6%	7.5%
Total Asset		13.6%	6.9%
Equity		15.5%	7.7%
Liquidity			
Current ratio	193.4%	225.3%	217.9%
Quick ratio	139.6%	184.9%	177.7%
Debt/Tổng tài sản	2.8%	3.9%	1.5%
Debt/Equity	42.2%	40.0%	38.9%
Interest coverage	14.8	20.2	37.8
Operating efficiency			
Phải thu ngắn hạn turnover	11.3	11.1	11.1
Days sales outstanding	32.2	32.8	32.8
Hàng tồn kho turnover	5.1	6.4	6.3
Days sales of Hàng tồn kho	72.2	57.1	57.7
Payables turnover	7.0	9.6	9.6
Days payables outstanding	52.1	38.0	38.0

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

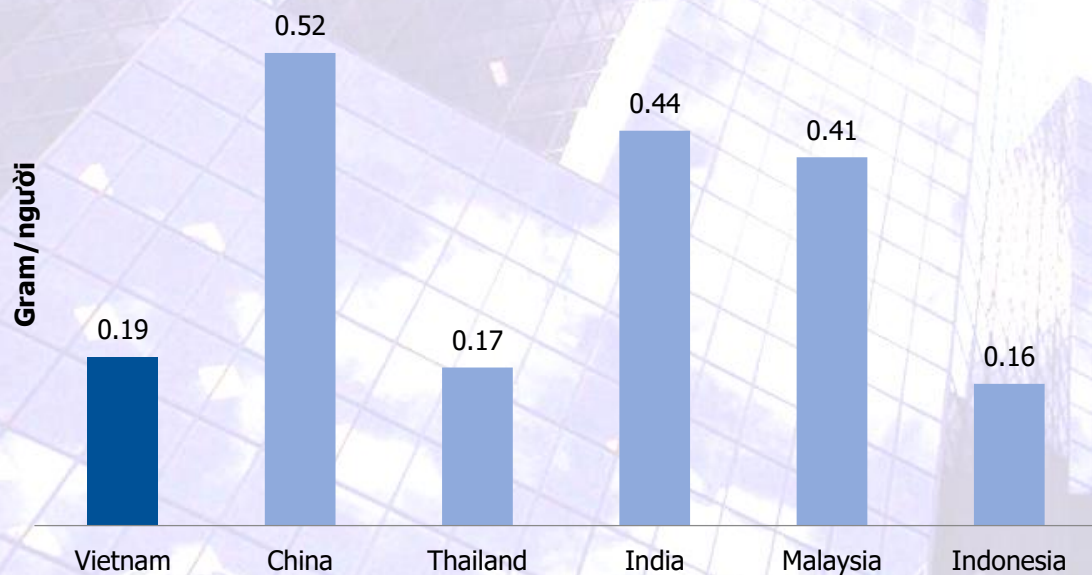
Stock picks

Ngành bán lẻ & tiêu dùng

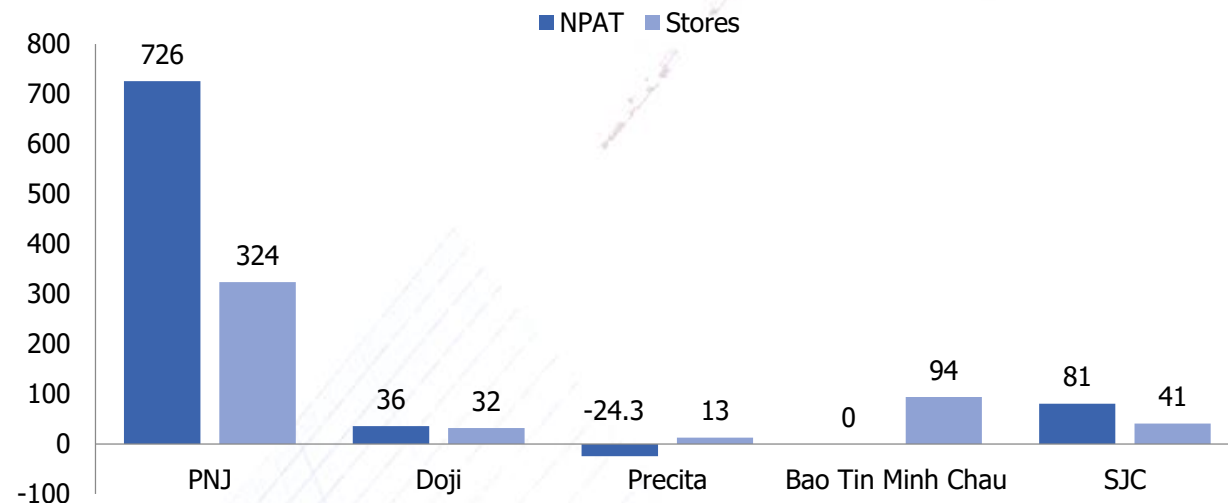
PNJ: “Thị trường trang sức vẫn hấp dẫn”

- Mặc dù trang sức vàng là mặt hàng xa xỉ và chịu ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế và túi tiền của người dân, chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng thị trường nhờ: (1) Tỷ lệ sử dụng vàng của Việt Nam chỉ ở mức 0.19 g/người thấp so với các nước Châu Á phát triển như Trung Quốc, Ấn Độ, Malaysia ở mức 0.52 g, 0.44 g và 0.41 g.
- (2) Thị phần trang sức bán lẻ vẫn còn phân mảnh khi PNJ và các thương hiệu nổi tiếng mới chỉ chiếm 27% thị phần. Vì vậy, PNJ vẫn còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng trong dài hạn nhờ lợi thế cạnh tranh của mình (có số lượng cửa hàng và thợ kim hoàn nhiều nhất Việt Nam).

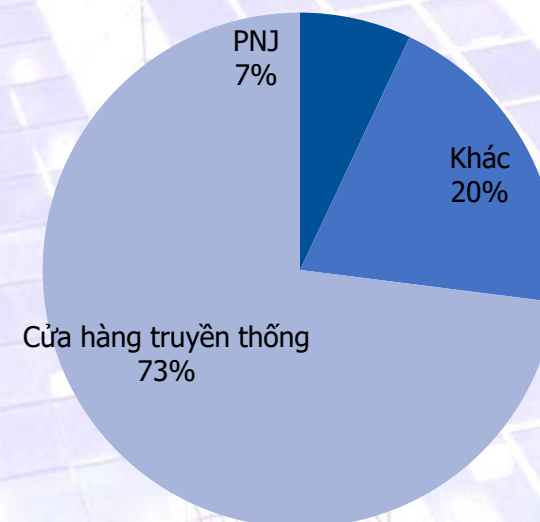
Vàng trang sức bình quân đầu người



Số lượng cửa hàng và LNST



Thị phần trang sức ở VN



Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận(HSX: PNJ)

Năm giữ; Giá Mục Tiêu: 95,100 VNĐ (+13.1%)

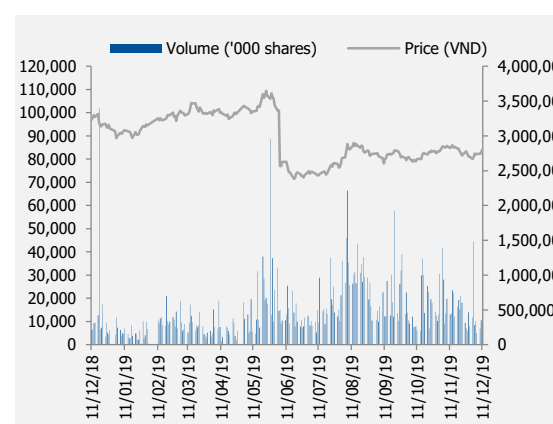
Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống NĂM GIỮ với cổ phiếu PNJ do thay đổi dự phóng lợi nhuận trong năm 2020: (1) Đội ngũ bán hàng mới sẽ cần thời gian đào tạo để vận hành hiệu quả. Vì vậy chúng tôi tăng chi phí bán hàng/doanh thu từ 85 lên 8.9% năm 2020 cao hơn so với 2019 ở mức 8.6%. (2) Nền kinh tế có thể tăng trưởng chậm lại dẫn tới nhu cầu vàng có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn. Vì vậy chúng tôi hạ SSSG của 2020 từ 12% xuống 8%.
- Chúng tôi dự kiến kết quả kinh doanh Q4 của PNJ sẽ tiếp tục đà tăng trưởng của tháng 9, tháng 10, đạt 5326 tỷ doanh thu (+30% yoy) và 358.8 tỷ lợi nhuận (+35% yoy). Vì vậy nó sẽ giúp PNJ hoàn thành kế hoạch 2019 tăng trưởng 23% lợi nhuận cả năm.
- Biên lợi nhuận gộp của PNJ sẽ duy trì 21 – 23% nhờ biến động giá vàng thuận lợi.
- PNJ đã kí hợp tác với Walt Disney từ 2019 sẽ giúp tăng thêm trải nghiệm khách hàng, hình ảnh công ty. Qua đó những bộ sưu tập quý 4/2019 và quý 1/2020 có thể sẽ có doanh thu tốt hơn.

Định giá

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng cho PNJ ở mức 95,100 đồng/cp dựa theo phương pháp so sánh với PE forward 2020 của PNJ ở mức 15 lần.

Biến động giá



Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 84,100
Giá Mục Tiêu	VND 95,100
Upside	13.1%
Bloomberg	PNJ VN
Vốn hóa	VND 18,717 bn
	USD 814 mn
Biến động giá	VND 72,300 – VND 88,500
Giá trị giao dịch trung bình phiên	VND 26 bn
	USD 1.17 mn
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

Đơn vị: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	14,571	17,103	19,958	23,102
EBIT	1,263	1,560	1,850	2,323
Lợi nhuận	960	1,174	1,416	1,785
Lợi nhuận (cơ bản)	965	1,168	1,409	1,777
EPS (VNĐ)	5,778	5,260	6,345	7,999
EPS tăng trưởng (%)		-9.0%	20.6%	26.1%
P/E (x)	14.6	16.0	13.3	10.5
EV/EBITDA (x)	14.4	11.7	9.9	7.9
Lợi tức (%)	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
P/B (x)	3.8	4.0	3.5	2.7
ROE (%)	28.7%	27.8%	28.0%	29.1%
Nợ/vốn chủ (%)	21.2%	17.5%	11.6%	4.1%

Nguồn: MBS Research

Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận(HSX: PNJ)



Income Statement (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Doanh thu	14,571	17,103	19,958	23,102
Giá vốn hàng bán	11,792	13,653	15,844	18,219
Lợi nhuận gộp	2,779	3,450	4,115	4,882
Lợi nhuận tài chính	7	3	4	5
Chi phí tài chính	66	101	90	104
Chi phí quản lý và bán hàng	1,516	1,890	2,265	2,560
LNTT	1,206	1,468	1,770	2,231
LNST	960	1,174	1,416	1,785
LNST cho cổ đông công ty mẹ	960	1,174	1,416	1,785
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Balance Sheet (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Tài sản ngắn hạn	5,534	6,155	7,477	9,289
I. Tiền & tương đương tiền	207	5	352	1,117
II. Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
III. Phải thu ngắn hạn	155	164	191	221
IV. Hàng tồn kho	4,968	5,752	6,675	7,676
V. Tài sản ngắn hạn khác	75	88	103	119
Tài sản dài hạn	904	777	881	947
I. Phải thu dài hạn				
II. Tài sản cố định	719	559	627	654
1. Tài sản cố định hữu hình	226	269	338	366
2. Tài sản cố định vô hình	493	291	289	288
III. Tài sản khác	0	0	0	0
IV. Xây dựng cơ bản dở dang	71	71	71	71
V. Đầu tư dài hạn	0	85	85	85
VI. Tài sản dài hạn khác	185	217	253	293
Tổng tài sản	6,438	6,931	8,358	10,236
Nợ	2,693	2,467	2,811	3,238
I. Nợ ngắn hạn	2,677	2,487	2,838	3,271
1. Phải trả ngắn hạn	343	397	460	529
2. Vay ngắn hạn	1,558	1,200	1,352	1,571
II. Nợ dài hạn	16	-20	-27	-34
1. Long-term payables	8	9	11	12
2. Vay dài hạn	8	-29	-38	-46
Equity	3,745	4,697	5,406	6,857
1. Vốn chủ sở hữu	1,670	2,221	2,221	2,221
2. Thặng dư vốn cổ phần	925	374	0	0
3. Lợi nhuận giữ lại	885	1,741	2,706	4,016
4. Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
5. Vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	6,438	6,931	8,358	10,236

Nguồn: MBS

Ratios	2018	2019E	2020E
Valuation			
EPS	5,778	5,260	6,345
Book value per share (BVPS)	22,425	21,148	24,338
P/E	14.6	16.0	13.3
P/B	3.8	4.0	3.5
P/S	1.0	1.1	0.9
Lợi tức	2.4%	2.4%	2.4%
Profitability			
Lợi nhuận gộp margin	19.1%	20.2%	20.6%
EBITDA margin	18.7%	19.6%	20.2%
Lợi nhuận margin	6.6%	6.9%	7.1%
ROE	25.6%	25.0%	26.2%
ROA	14.9%	16.9%	16.9%
Growth			
Doanh thu growth		17.4%	16.7%
LNTT growth		21.8%	20.6%
LNST growth		22.3%	20.6%
EPS		-9.0%	20.6%
Total Asset		7.7%	20.6%
Equity		25.4%	15.1%
Liquidity			
Current ratio	206.7%	247.4%	263.5%
Quick ratio	13.5%	6.8%	19.1%
Debt/Tổng tài sản	24.3%	16.9%	15.7%
Debt/Equity	21.2%	17.5%	11.6%
Interest coverage	14.8	20.2	37.8
Operating efficiency			
Phải thu ngắn hạn turnover	93.9	104.3	104.3
Days sales outstanding	3.9	3.5	3.5
Hàng tồn kho turnover	2.4	2.4	2.4
Days sales of Hàng tồn kho	153.8	153.8	153.8
Payables turnover	34.4	34.4	34.4
Days payables outstanding	10.6	10.6	10.6

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Ngành Công nghệ thông tin

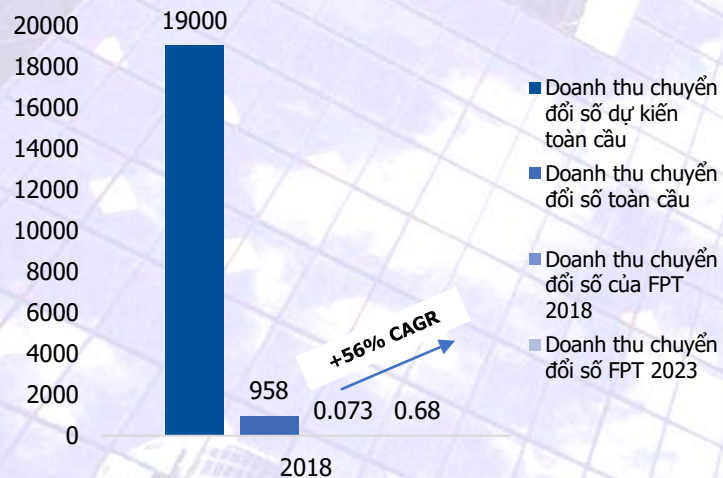
“Tiềm năng từ chuyển đổi số”

Ngành Công nghệ thông tin

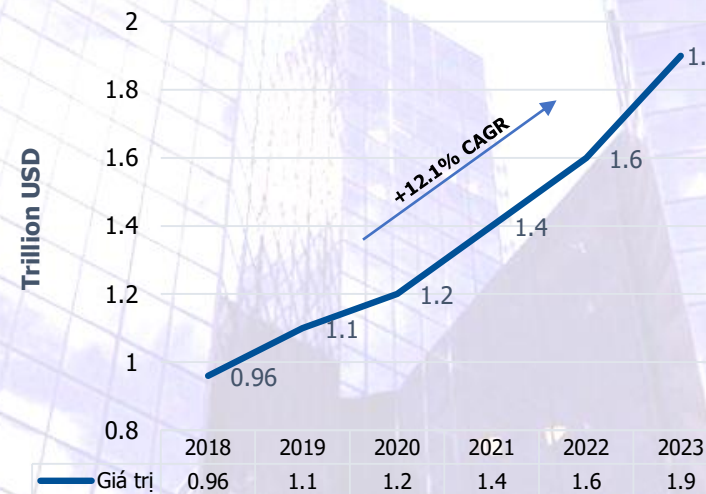
Quy mô và tốc độ tăng trưởng thị trường chuyển đổi số còn rất tiềm năng

- Thị trường IT toàn cầu đang tăng trưởng trung bình 5.38%/năm. Tốc độ tăng trưởng IT spending cao gấp 1.5 lần so với tăng trưởng GDP toàn thế giới.
- Quy mô thị trường IT spending đạt USD 2,257 bn trong năm 2018. Trong đó enterprise có tốc độ tăng trưởng cao nhất trung bình hơn 8%/năm.
- Đáng chú ý hơn cả là thị trường digital transformation (DX) đạt USD 1,100 bn trong năm 2019. Tốc độ tăng trưởng của mảng này cao gấp đôi so với tăng trưởng IT spending nói chung, đạt 12.1%/năm.
- Quy mô thị trường DX còn rất lớn. Theo ... thị trường chuyển đổi số dự kiến có nhu cầu lên tới USD 19,000 bn, trong khi hiện nay doanh thu mảng này mới chỉ đạt USD 958 bn toàn cầu.
- FPT tận dụng cơ hội này cùng với lợi thế cạnh tranh vượt trội của mình đã duy trì tốc độ tăng trưởng của FPT software trên 20%/năm. Riêng mảng DX duy trì 56% CAGR trong vòng 3 năm qua

Doanh thu chuyển đổi số 2018



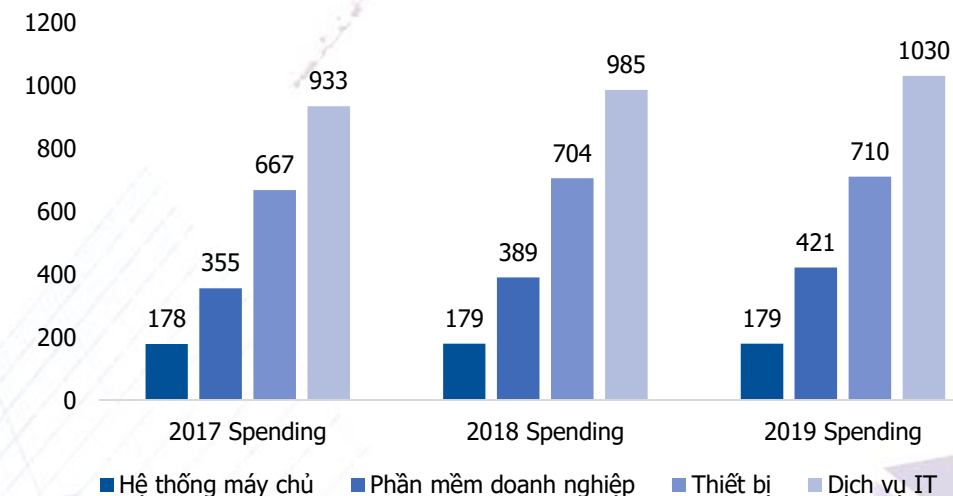
Tăng trưởng thị trường chuyển đổi số



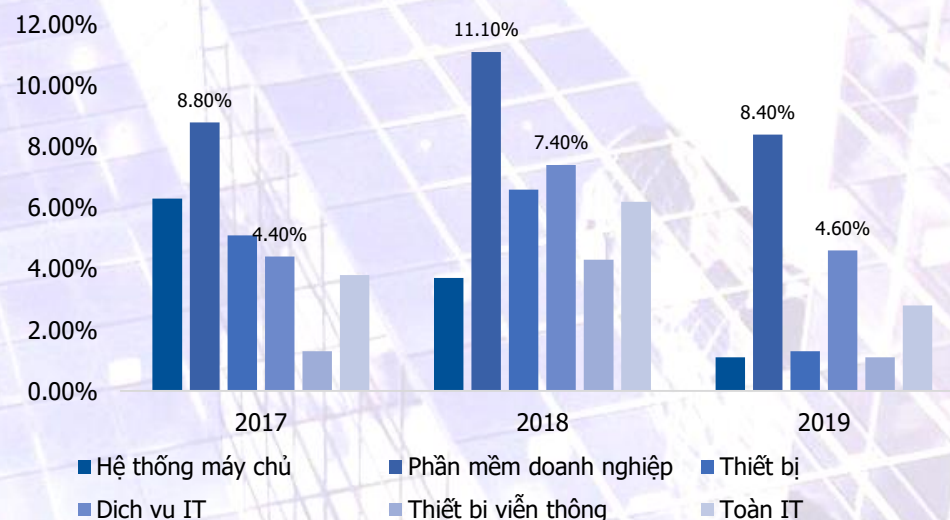
Source: Bloomberg, MBS Research

Xu hướng IT

Quy mô IT toàn cầu (tỷ USD)



Tăng trưởng các ngành trong IT



Công ty Cổ phần FPT(HOSE: FPT)

MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (+26.7%)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT trên cơ sở **(1) doanh nghiệp đang tham gia vào một ngành tiềm năng, rộng lớn; (2) doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh về nhân sự và chiến lược.** Qua đó FPT sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng 20%/năm trong vòng 5 năm tới.

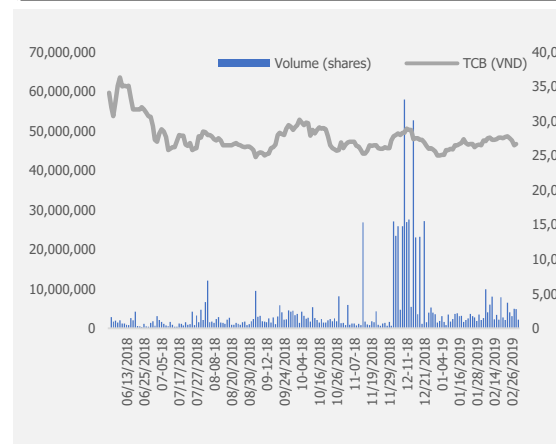
Điểm nhấn đầu tư

- Thị trường xuất khẩu phần mềm Nhật Bản quy mô 184,000 tỷ trong khi doanh thu xuất khẩu phần mềm của FPT mới chỉ đạt 8,443 tỷ năm 2018 => với lợi thế cạnh tranh nổi bật FPT sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng 2 con số trong vòng 5 năm tới.
- Lợi thế cạnh tranh của FPT đến từ 2 yếu tố: (1) tiềm lực nhân sự; (2) chiến lược cạnh tranh. Tiềm lực nhân sự tới từ chất lượng nhân sự và chi phí nhân viên. Chiến lược cạnh tranh tới từ việc tập trung vào thị trường chuyển đổi số và M&A với những doanh nghiệp tư vấn để tăng thêm giá trị cho khách hàng.
- Mảng viễn thông tăng trưởng ổn định 12% - 15% nhờ: (1) thị trường viễn thông Việt Nam vẫn chưa bão hòa; (2) ngành có thêm những động lực tăng trưởng mới như data center hay tivi thông minh.
- Biên lợi nhuận gộp của FPT mảng outsourcing sẽ được cải thiện nhờ khả năng cạnh tranh, quy mô hợp đồng lớn hơn.

Định giá

Chúng tôi xác định **Giá Mục Tiêu 12 tháng của FPT là VND 71.000 dựa trên phương pháp định giá từng phần.** P/E 2020 cho mảng FPT software là 15 lần tương đương với các doanh nghiệp xuất khẩu phần mềm tại Ấn Độ và Trung Quốc.

Biến động giá



Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 56,000
Giá Mục Tiêu	VND 71,000
Upside	26,7%
Bloomberg	FPT VN
Vốn hóa	VND 38,013 bn USD 1.65 bn
Biến động giá	VND 42,300 – VND 62,300
Giá trị giao dịch trung bình phiên	VND 40.08 bn USD 1.74 mn
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

Unit: VND billion	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Revenue	23,213	28,260	33,725	39,587
EBIT	3,116	4,764	5,763	6,843
Net profit	3,228	4,042	4,797	5,652
Net profit (basic)	3,228	4,042	4,797	5,652
EPS (VNĐ)	3,873	4,916	5,910	7,053
EPS growth rate (%)		26.9%	20.2%	19.3%
P/E (x)	14.90	11.74	9.76	8.18
EV/EBITDA (x)	11.75	7.69	6.36	5.35
Dividend yield (%)	3.47%	4.33%	5.20%	6.07%
P/B (x)	2.84	2.70	2.33	1.97
ROE (%)	21.9%	24.7%	25.6%	26.1%
Net debt/equity (%)	50.3%	51.5%	50.7%	50.1%

Source: MBS Research

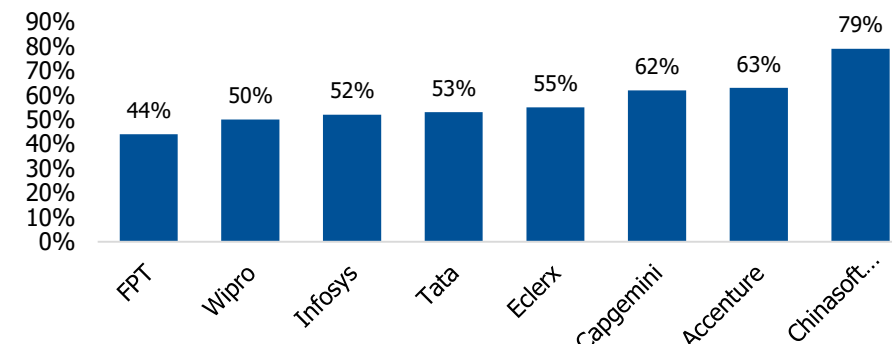
Công ty Cổ phần FPT(HOSE: FPT)

MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (26.7%)

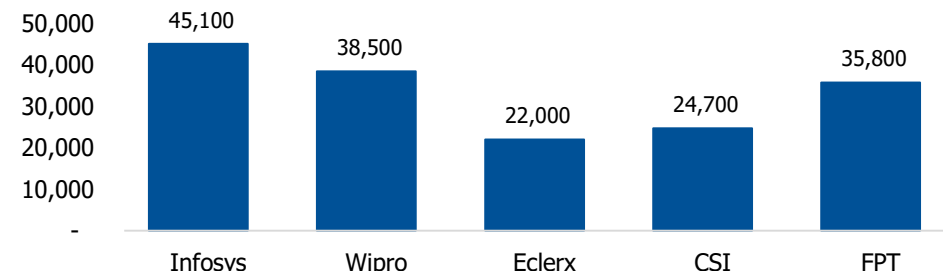
- Lợi thế cạnh tranh của Việt Nam nói chung hay lợi thế cạnh tranh của FPT nói riêng đến từ sức mạnh con người.
- Chi phí lao động của FPT thuộc dạng rẻ nhất khi employee cost/revenue chỉ chiếm 44% revenue thấp hơn so với 10 công ty outsourcing ở ấn độ và trung quốc khác đều trên 50%. Doanh thu trên đầu người của FPT ở mức USD 35,800/năm cao trung bình so với các doanh nghiệp outsourcing cùng ngành như Wipro, Eclerx, CSI ...
- Kết hợp chi phí nhân công rẻ, chất lượng nhân sự ở mức trung bình khá thì toàn Việt Nam xếp hạng 5 về quốc gia outsourcing toàn thế giới theo AT Kearney.
- Tốc độ tăng trưởng nhân sự của FPT cao sơ với các doanh nghiệp outsourcing khác và chất lượng cũng được đảm bảo 1 phần nhờ việc sở hữu đại học FPT.

Sức mạnh nguồn lực nhân sự của FPT

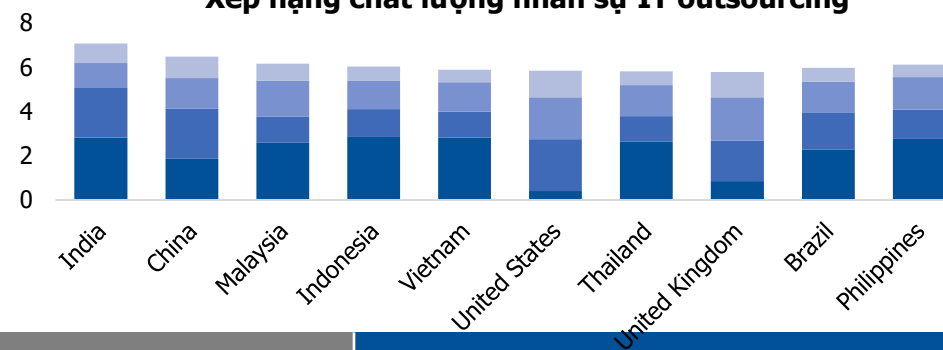
Chi phí nhân sự/doanh thu



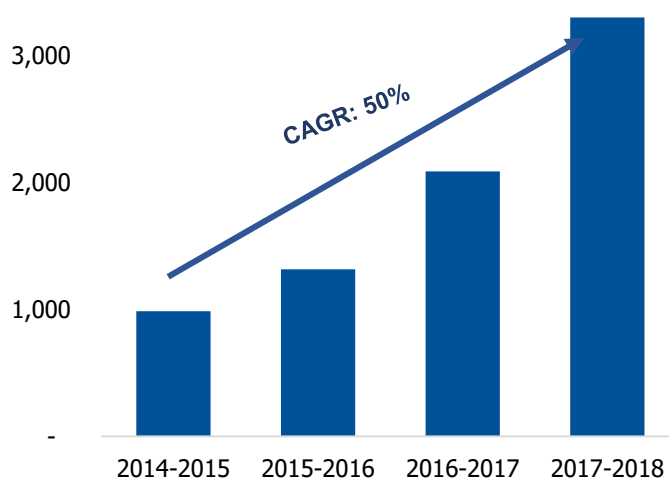
Doanh thu từng nhân sự (USD/năm)



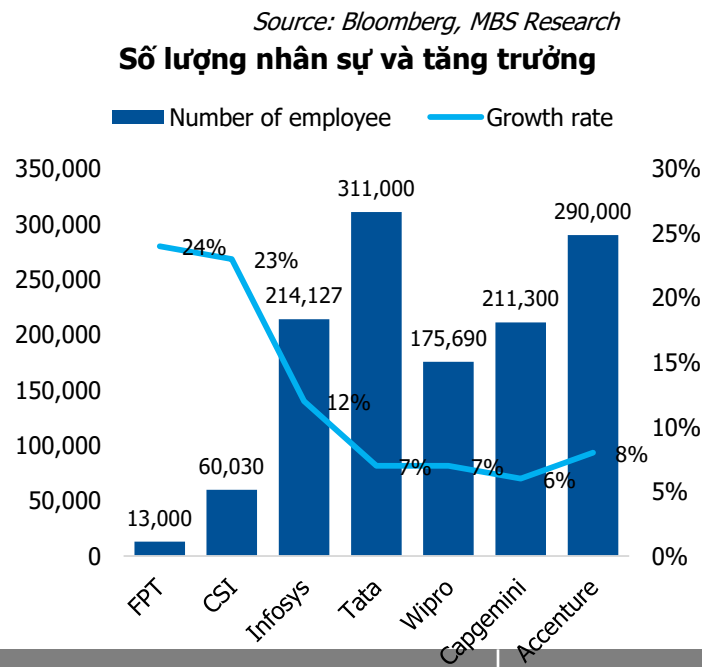
Xếp hạng chất lượng nhân sự IT outsourcing



Số sinh viên mới



Số lượng nhân sự và tăng trưởng



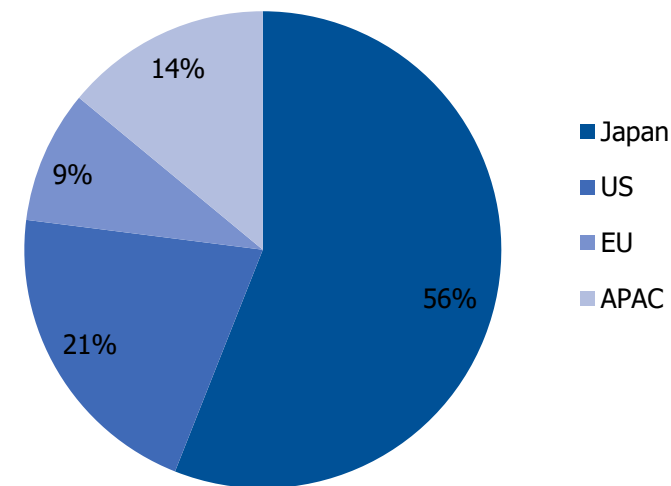
Công ty Cổ phần FPT(HOSE: FPT)

MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (26.7%)

- Thị trường Nhật Bản là thị trường chiếm tỉ trọng doanh thu lớn nhất của FPT. Tuy nhiên quy mô outsourcing tại thị trường này chỉ bằng 1/5 so với thị trường Mỹ cho thấy tiềm năng tăng trưởng của FPT tại các thị trường khác còn rất lớn.
- Tốc tăng trưởng tại thị trường Nhật đang chậm lại so với 2018 và 2 thị trường khác sau khi có M&A là EU và USA có tốc độ tăng trưởng cải thiện đáng kể. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của FPT tại các thị trường này vẫn cao hơn so với tăng trưởng IT spending tại từng khu vực.
- Tại Nhật, tốc độ tăng trưởng của FPT vẫn cao hơn so với trung bình các doanh nghiệp outsourcing Vietnam ở mức 15%. Ấn Độ là nước xuất khẩu phần mềm top 1 tại Nhật chiếm 32% thị phần theo sau là Việt Nam với 21% thị phần.
- FPT có 1,600 nhân viên và 9 văn phòng đại diện ngay tại Nhật cao hơn so với các đối thủ outsourcing khác trong ngành của Ấn Độ, Trung Quốc. Điều này giúp công ty có dịch vụ tốt hơn.

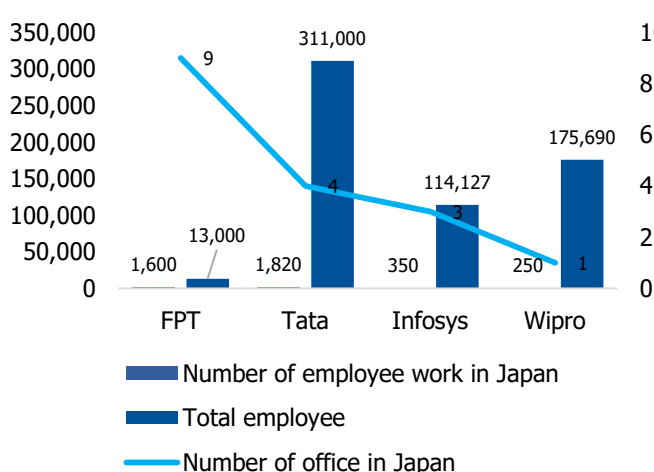
Các thị trường của FPT

Doanh thu Fsoft từng thị trường

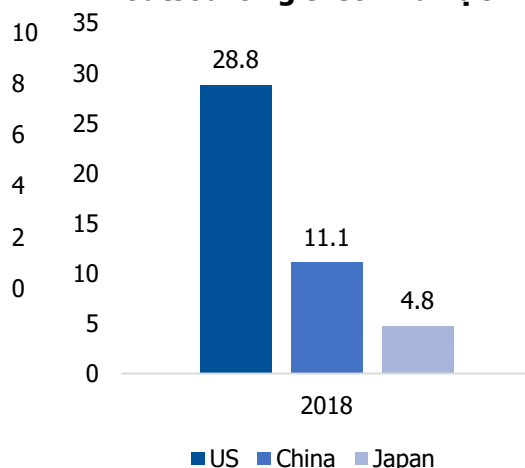


Source: Bloomberg, MBS Research

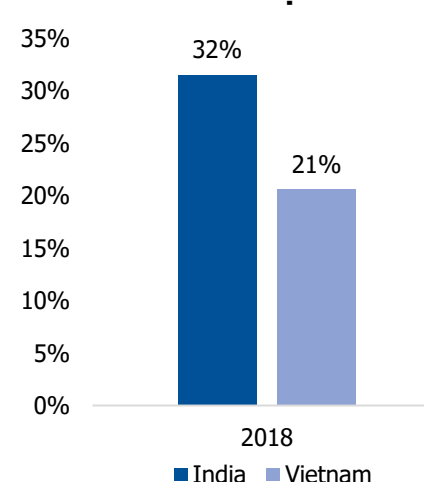
FPT ở Nhật Bản



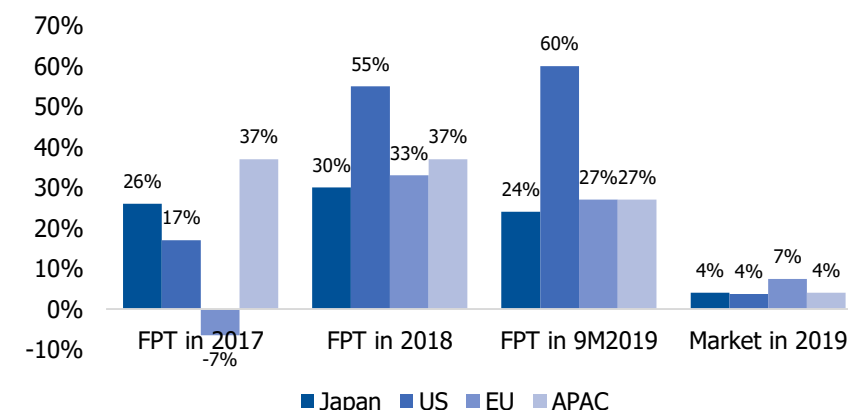
Quy mô thị trường outsourcing theo khu vực



Nước xuất khẩu phần mềm vào Nhật bản



Tăng trưởng từng khu vực

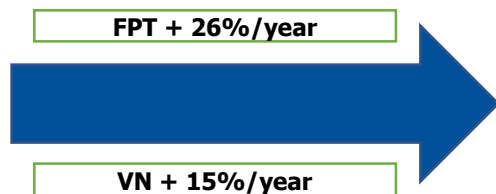
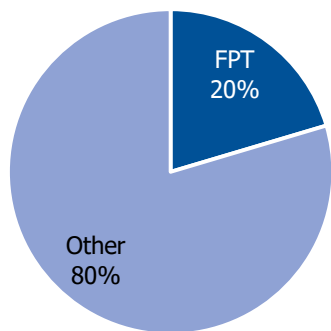


Công ty Cổ phần FPT(HOSE: FPT)

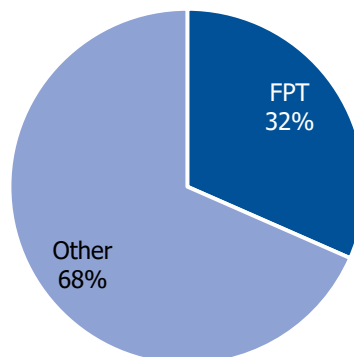
MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (26.7%)

- Ngành IT là một ngành rất tiềm năng mà nhiều và phù hợp với việc start up dành cho các bạn trẻ nên số lượng doanh nghiệp IT của Vietnam tăng mạnh trong vòng 3 năm trở lại đây. Từ 2015 đến 2017 số lượng doanh nghiệp IT đã tăng từ 16,300 doanh nghiệp lên 21,200 doanh nghiệp (+ 14% CAGR/year).
- Tuy nhiên thị outsourcing vẫn còn tương đối phân mảnh khi FPT là công ty lớn nhất mới chiếm 20% doanh thu toàn thị trường outsourcing của Việt Nam bên Nhật Bản. Các doanh nghiệp thuộc top 5 có quy mô nhân sự và doanh thu chỉ bằng 1/8 so với FPT. Chúng tôi dự kiến thị trường trong tương lai sẽ tập trung hơn, FPT sẽ đạt 32% thị phần outsourcing của Việt Nam tại Nhật vào năm 2022.
- Một số lợi thế của FPT để giúp doanh nghiệp có được tốc độ tăng trưởng cao hơn so với các doanh nghiệp outsourcing trong nước ở bên bằng.

Thị phần của FPT so với tổng doanh thu xuất khẩu của Việt Nam sang Nhật Bản (2018)

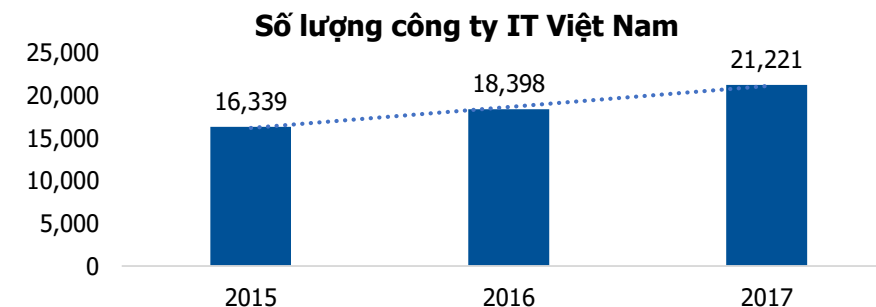


Thị phần trong tổng doanh thu Việt Nam xuất khẩu sang Nhật bản - 2022

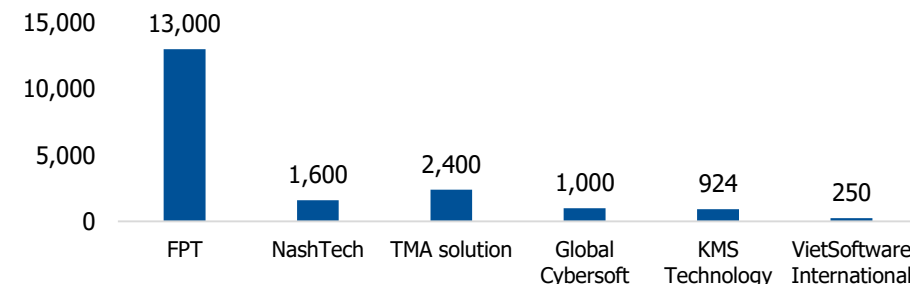


Source: Bloomberg, MBS Research

Gia công IT ở Việt Nam và FPT



Số lượng nhân viên của doanh nghiệp gia công phần mềm tại Việt Nam



FPT

- Xếp Số 1 về doanh thu và số lượng nhân viên
- Doanh nghiệp chuyển đổi số hàng đầu Việt Nam với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm dự báo đạt 57.6% trong giai đoạn 2016 - 2023.
- Một trong hai công ty trong khu vực Đông Nam Á được công nhận là đối tác tư vấn cao cấp cho dịch vụ Web Amazon.
- Công ty công nghệ Việt Nam duy nhất thực hiện M&A với một công ty Mỹ.
- Công ty công nghệ Việt Nam duy nhất mở trường đại học.

Công ty Cổ phần FPT(HOSE: FPT)

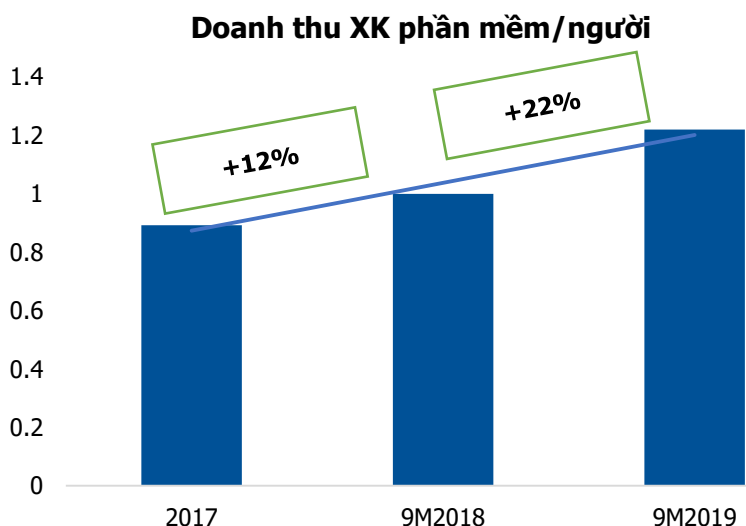
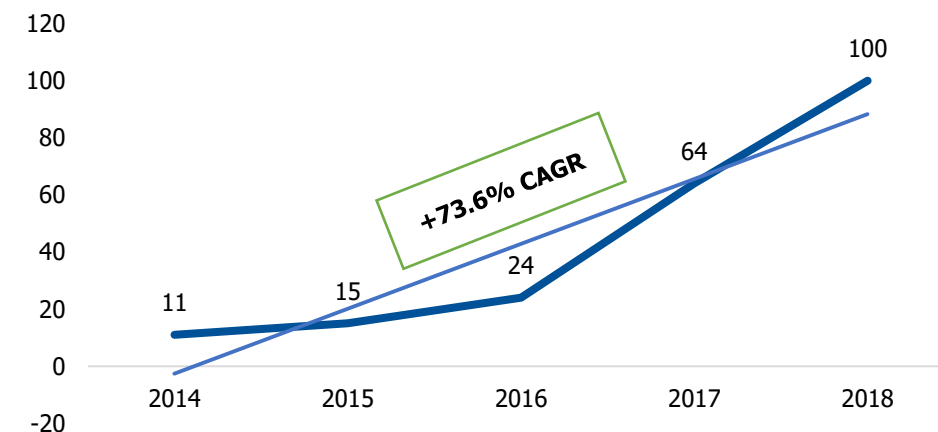
MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (26.7%)

Biên lợi nhuận trước thuế của FPT software 10M2019 cải thiện lên 16.38% từ 15.87% 10M2018 do:

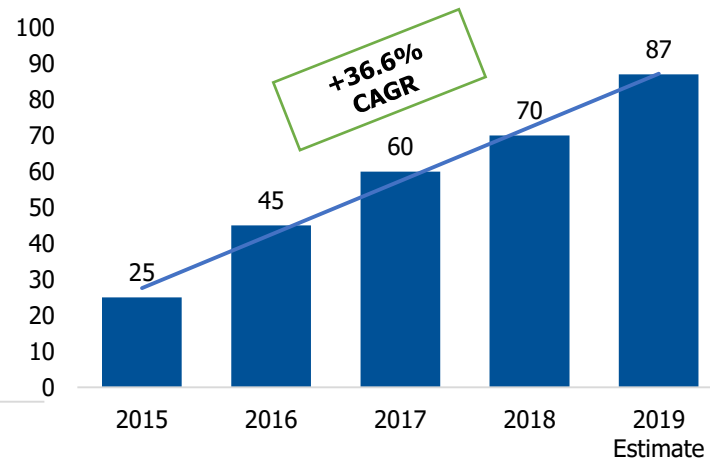
- 1) FPT tiến hành ghi nhận doanh thu nội bộ các công ty con sớm dẫn tới doanh thu giảm nhưng lợi nhuận không đổi;
- 2) Mảng DX chiếm tỉ trọng cao hơn trong doanh nghiệp tăng từ 20% lên 30% với biên lợi nhuận cao hơn 1 – 3%;
- 3) Năng suất lao động được cải thiện, doanh thu/người tăng 22% so với cùng kì;
- 4) Giá trị hợp đồng lớn hơn khi số lượng khách hàng có doanh thu trên 1 triệu đô tăng trưởng; tỷ trọng tăng từ 63% lên 65% giúp FPT hoạt động hiệu quả hơn.

PBT margin improved thanks to deal size, improving in productivities, and DX

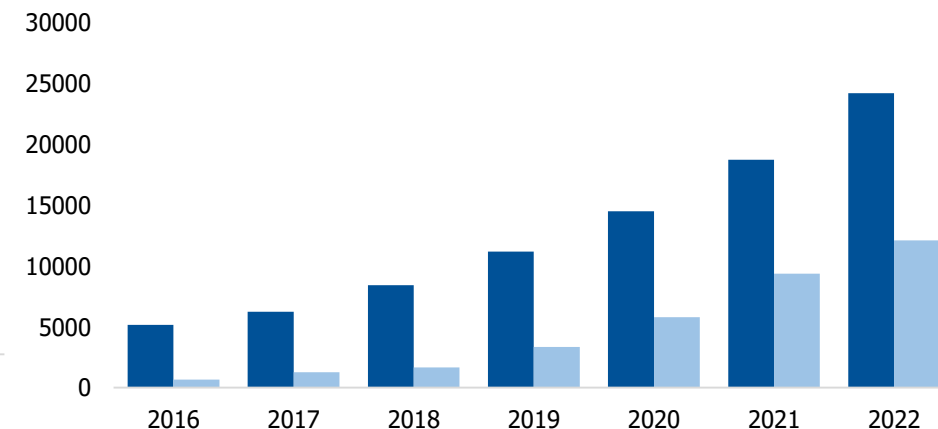
Số lượng khách hàng trong Fortune 500



Số khách hàng có doanh thu trên 1 triệu USD



Doanh thu chuyển đổi số trong tổng doanh thu xuất khẩu phần mềm

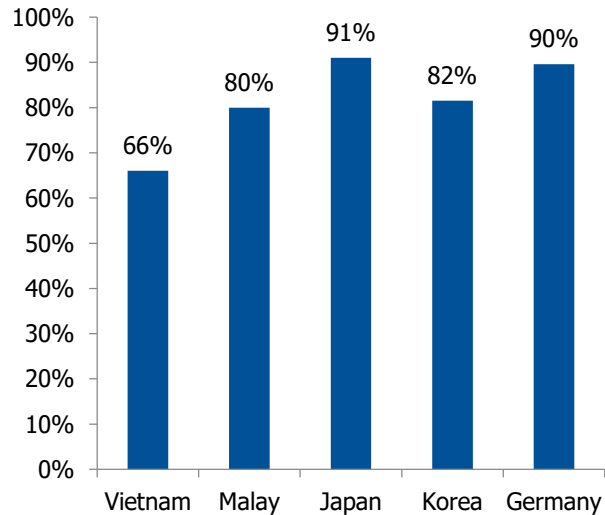


Source: Bloomberg, MBS Research

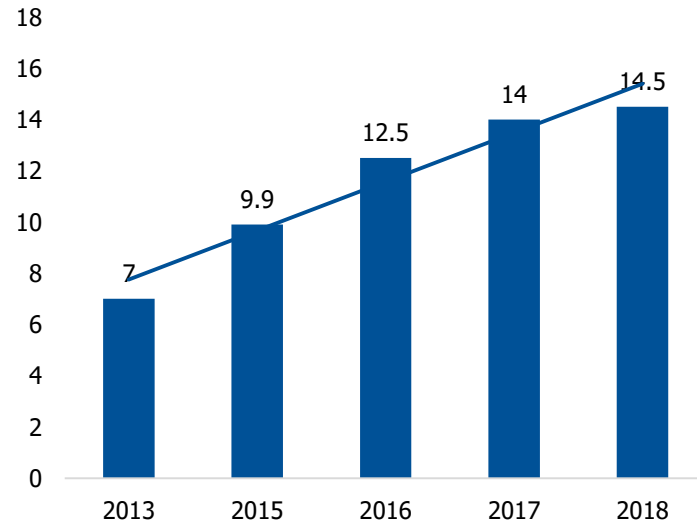
MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (26.7%)

- Mảng Telecom vẫn dự kiến duy trì tăng trưởng 9 – 12% năm khi internet penetration rate còn thấp. FPT dự kiến sẽ giữ nguyên thị phần ở mức 20%.
- ARPU sẽ không bị giảm quá mạnh dù đi về vùng nông thôn nhờ số lượng người dùng payTV đang tăng trung bình 20%/năm và số lượng người dùng paytv mới ở mức dưới 60% người dùng internet. Sử dụng thêm dịch vụ PayTV thì cước phí trung bình sẽ tăng 13.3%.
- Mảng Telecom đang kinh doanh 1 lĩnh vực tương đối tiềm năng là data center. Tốc độ tăng trưởng dự kiến 30%/năm nhờ dự luật an ninh mạng khiến các công ty như facebook hay google muốn kinh doanh tại Việt Nam phải đặt data center tại đây. Doanh thu mảng này hiện đạt 230 tỷ VND và dự kiến sẽ đạt được 1,100 tỷ khi tối đa công suất.

Tỷ lệ sử dụng Internet

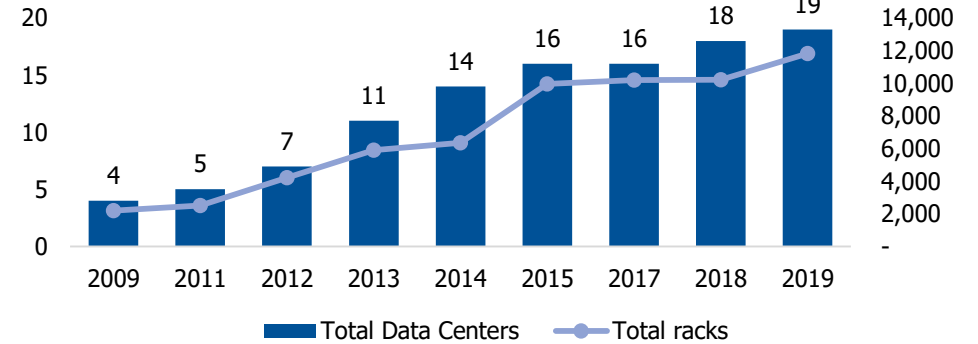


Số lượng người dùng PayTV



Telecom a sustainable growth rate

Tăng trưởng thị trường Data center



	FPT	FPT+TV	VNPT+TV	Viettel+TV
Cheap	22 Mbps, 172,000 VND	22 Mbps, 195,000 VND	26 Mbps, 189,000 VND	
Normal	35 Mbps, 195,000 VND	35 Mbps, 232,000 VND	30 Mbps, 239,000 VND	30 Mbps, 225,000 VND
More Expensive	50 Mbps, 232,000 VND	50 Mbps, 327,000 VND	50 Mbps, 309,000 VND	40 Mbps, 240,000 VND
Most Expensive	65 Mbps, 290,000 VND	65 Mbps, 436,000 VND		70 Mbps, 300,000 VND

Source: Bloomberg, MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (26.7%)

Company name	Country	Market Cap (USD bn)	P/E	P/B	ROA	ROE	3Y Avg sales growth
Software & IT services							
Eclerx Services Ltd	India	17.5	8.8	5.6	32.6	40.3	26.3%
Sinosoft Technology Group Lt	China	2.2	8.1	4.2	17.6	19.7	24.4%
Niit Technologies Ltd	India	87.8	21.7	2.2	13.2	19.0	9.9 %
Wangsu Science & Technolog-A	China	27.6	23.8	8.4	20.0	23.3	55.0 %
Median		23	15.2	4.9	18.8	21.5	25.3 %
Average		34	15.6	5.1	20.9	25.6	28.9 %

	NPAT 2019	NPAT 2020	Target PE	Ownership	Valuation in 2020
Outsourcing	1,504	1,975	15	100%	29,621
Domestic IT	308	341	8	100%	2,731
Telecom	952	1,083	12	46%	5,976
Online	271	284	10	52%	1,478
Retail	358	419	12	47%	2,362
Distribution	328	341	6	48%	982
Education	342	435	8	100%	3,480
				Total	46,632
TPB					1,298
Enterprise Value					47,930
Number of shares					
Price/share					71,007

MUA; Giá mục tiêu: 71,000 VNĐ (26.7%)

Income Statement (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	23,213	28,260	33,725	39,587
Cost of good sold	14,490	16,974	19,970	23,362
Gross profit	8,723	11,285	13,756	16,226
Financial income	607	254	304	356
Financial expenses	368	632	755	886
SG & A expenses	5,607	6,522	7,993	9,382
Profit before tax	3,852	4,812	5,693	6,715
Profit after tax	3,228	4,042	4,797	5,652
Profit after tax for parent company	2,614	3,318	3,989	4,761
Not-controlling interest	614	724	808	892

Balance Sheet (VND bn)	2018	2019E	2020E	2021E
Current assets	18,373	22,838	25,936	29,754
I. Cash & cash equivalents	3,926	8,138	8,200	9,133
II. Short-term investments	5,568	5,652	6,745	7,917
III. Receivables	5,561	5,652	6,745	7,917
IV. Inventory	1,341	1,433	1,733	2,036
V. Other current assets	1,114	1,114	1,114	1,114
Non-current assets	8,711	9,875	12,541	15,515
I. Long-term receivables				
II. Fixed assets	6,511	7,049	9,168	11,557
1. Tangible fixed assets	5,207	7,049	9,168	11,557
2. Intangible fixed assets	1,304	0	0	0
III. Property	0	0	0	0
IV. Long-term work in progress	1,174	1,174	1,174	1,174
V. Long-term investments	2,202	1,352	1,721	2,091
VI. Other non-current assets	2,201	2,826	3,373	3,959
Total assets	29,723	34,065	40,198	47,361
Liabilities	14,799	15,318	18,227	21,301
I. Current liabilities	14,432	14,951	17,860	20,934
1. Short-term payables	2,511	2,425	2,853	3,337
2. Short-term borrowings	6,603	6,895	8,248	9,673
II. Non-current liabilities	367	367	367	367
1. Short-term payables	0	0	0	0
2. Long-term borrowings	367	367	367	367
Equity	11,426	12,458	14,426	16,728
1. Share capital	6,136	6,750	6,750	6,750
2. Share premium	50	50	50	50
3. Retain earnings	5,290	6,644	8,946	12,019
4. Non-controlling interest	2,302	3,025	3,832	4,724
5. Other capital	984	984	984	984
Total resources	29,723	34,065	40,198	47,361

Ratios	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation				
EPS	3,873	4,916	5,910	7,053
Book value per share (BVPS)	18,621	18,457	21,372	24,782
P/E	14.9	11.7	9.8	8.2
P/B	2.8	2.7	2.3	2.0
P/S	1.5	1.4	1.2	1.0
Dividend yield	3.47%	4.33%	5.20%	6.07%
Profitability				
Gross profit margin	38%	40%	41%	41%
EBITDA margin	41%	40%	41%	41%
Net profit margin	14%	14%	14%	14%
ROE	23%	28%	30%	28%
ROA	11%	12%	12%	12%
Growth				
Revenue growth		22%	19%	17%
Profit before tax growth		25%	18%	18%
Profit after tax growth		25%	19%	18%
EPS		27%	20%	19%
Total Asset		15%	18%	18%
Equity		9%	16%	16%
Liquidity				
Current ratio	127%	153%	145%	142%
Quick ratio	104%	130%	121%	119%
Debt/Total assets	23%	21%	21%	21%
Debt/Equity	61%	58%	60%	60%
Interest coverage	14.78	20.15	37.81	47.28
Operating efficiency				
Receivables turnover	4.2	5.0	5.3	5.0
Days sales outstanding	87.4	73.0	69.5	73.0
Inventory turnover	10.8	11.8	11.5	11.5
Days sales of Inventory	33.8	30.8	31.7	31.8
Payables turnover	5.8	7.0	7.0	7.0
Days payables outstanding	63.2	52.1	52.1	52.1

Ngành Ngân hàng

“Tập trung vào chất lượng tài sản”

Ngành Ngân hàng

Tập trung vào chất lượng tài sản

Le Khanh Tung
(+84) 335 699 989
tung.lekhanh@mbs.com.vn

Duong Nguyen
(+84) 982 268 088
duong.nguyenthihuyen@mbs.com.vn

Cuộc đua đạt tiêu chuẩn Basel II ngày càng gấp gáp

- Nhu cầu vốn của hệ thống ngân hàng trong năm 2020 sẽ thiếu hụt ở từng nhóm ngân hàng.

Thanh khoản hệ thống dồi dào tạo duy trì lãi suất ở mặt bằng thấp

- Dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh.
- Chúng tôi đánh giá thanh khoản hệ thống tiếp tục dồi dào và hiện tại chưa có áp lực vĩ mô đáng kể vào lên lãi suất.

Tăng trưởng NIM dần chậm lại

- Việc cơ cấu lại danh mục cho vay sẽ giới hạn tăng trưởng NIM trong giai đoạn 2020-2021.

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc để tập trung vào chất lượng tài sản

- Tăng trưởng tín dụng trong năm 2020 sẽ giảm xuống và ngày càng sát hơn với tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa.

Tín dụng bán lẻ: chất xúc tác chính đang tăng trưởng chậm lại do chính sách thắt khe hơn

- Tín dụng bán lẻ tăng trưởng mạnh nhờ cơ cấu dân số vàng, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng đang dần được điều chỉnh chậm lại.
- Cạnh tranh trong lĩnh vực tín dụng tiêu dùng sẽ ngày càng gay gắt.

Ngân hàng TMCP Quân đội (HOSE: MBB)

Ngành Ngân hàng

Khuyến nghị của chúng tôi

- Dựa trên diễn biến ngành ngân hàng trong năm 2019 khi các cổ phiếu VCB và BID tăng mạnh, chúng tôi khuyến nghị những cổ phiếu ngân hàng có thể đáp ứng nhu cầu về vốn tối thiểu trong dài hạn, có thể mở rộng hoạt động cho vay hướng về tín dụng bán lẻ, và có mức định giá hợp lý.
- **MBB** là ngân hàng có chi phí huy động vốn cạnh tranh nhờ những lợi thế duy nhất, ROE bền vững, cơ chế kiểm soát rủi ro thận trọng cũng như có nhiều tiềm năng từ việc bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược.

Equity Ratings and Price Targets

Doanh nghiệp	Ticker	Vốn hóa (Tỷ VND)	Giá CP (VND)	Đánh giá		Giá mục tiêu	
				Hiện tại	Trước	Hiện tại	Trước
Ngân hàng TMCP Quân đội	MBB	46,283	21,450	MUA	MUA	30,300	27,500

Ngành Ngân hàng

Cuộc đua đạt tiêu chuẩn Basel II ngày càng gấp gáp

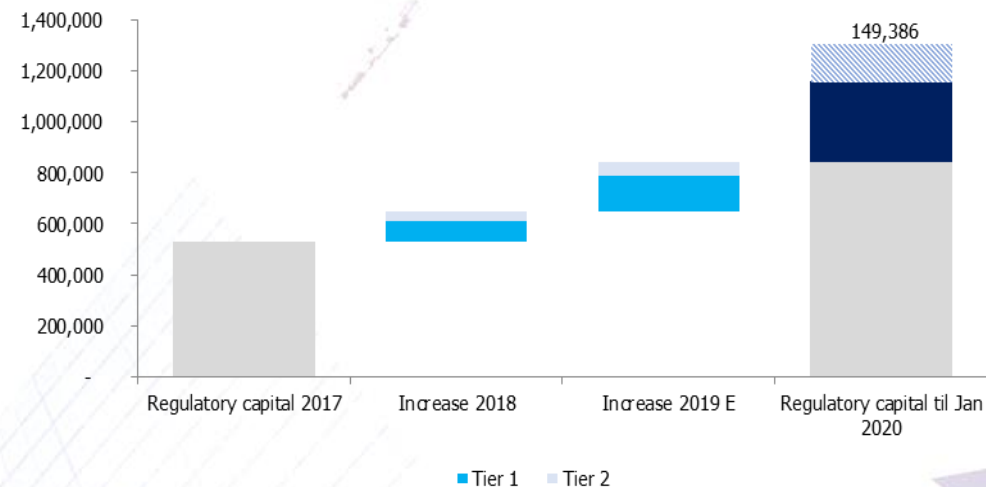
Nhu cầu vốn năm 2020 sẽ thiếu hụt ở từng nhóm ngân hàng

Theo đánh giá của Fitch, chuẩn mực Basel II sẽ tăng các tài sản rủi ro **60% so với năm 2017, tổng cộng 463 nghìn tỷ đồng** cho toàn hệ thống. Và hệ thống sẽ thiếu hụt vốn cấp 1, diễn ra chủ yếu tại các ngân hàng chưa niêm yết:

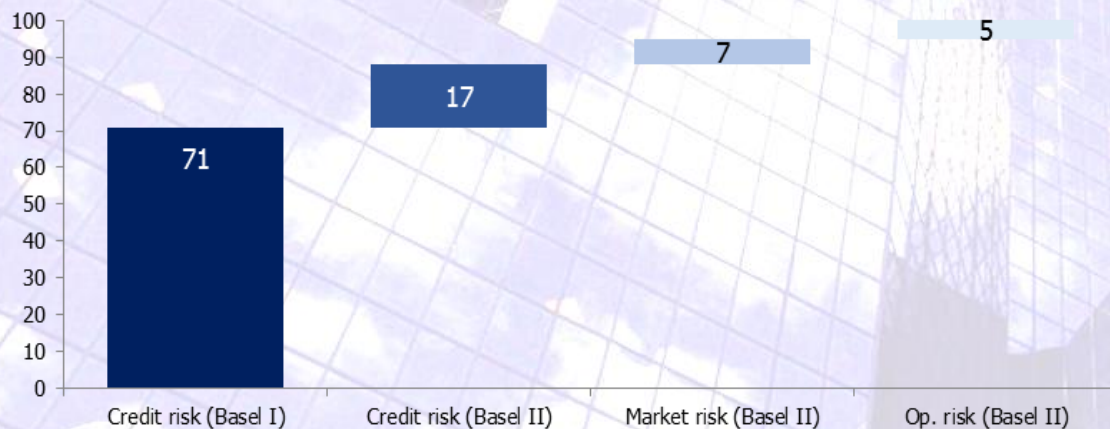
- Lợi nhuận liên kế 4 quý cả hệ thống đạt kỷ lục 79,000 tỷ đồng (+22.3%) cũng như huy động vốn từ các đối tác chiến lược làm cải thiện vốn cấp 1 khá tích cực. Tuy nhiên, việc áp dụng hệ số rủi ro tín dụng cao hơn vào các khoản cho vay với doanh nghiệp và cho vay bán lẻ là yếu tố cơ bản làm tăng các tài sản có rủi ro (Risk-weighted asset).
- 18 ngân hàng đã đạt tiêu chuẩn Basel II bao gồm đa số các NHTM niêm yết. BID sau khi bán vốn cho KEB Hana Bank cũng đã được áp dụng Basel II. CTG là ngân hàng quốc doanh dự kiến sẽ không kịp áp dụng Basel II do phải tái cấu trúc danh mục các khoản vay cũng như do tỷ lệ LDR cao.

Unit: bn VND

Tổng lượng vốn hệ thống NH còn thiếu trong năm 2020

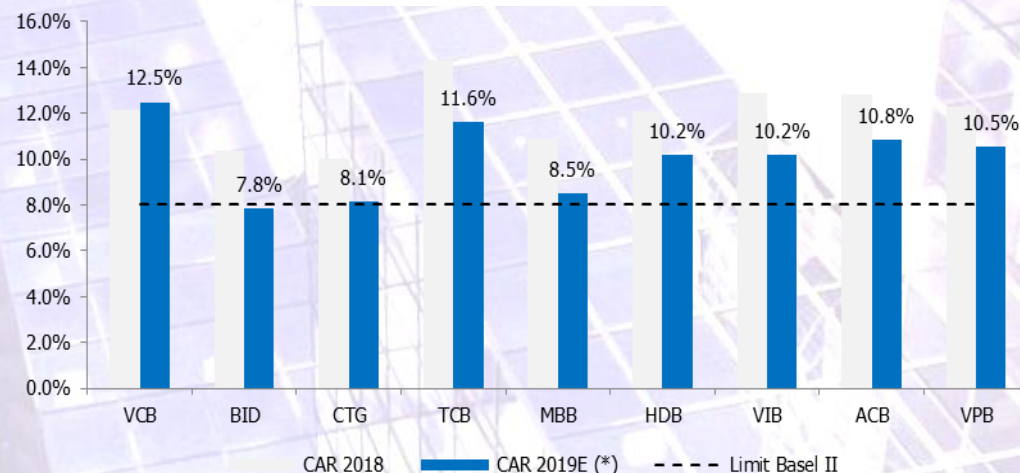


Basel II RWA Composition



Nguồn : Fitch 2018, MBS Research

Chỉ số CAR điều chỉnh do thông tư 41



Nguồn: Fitch 2018, MBS Research
(*) BID: tính toán trước đợt tăng vốn

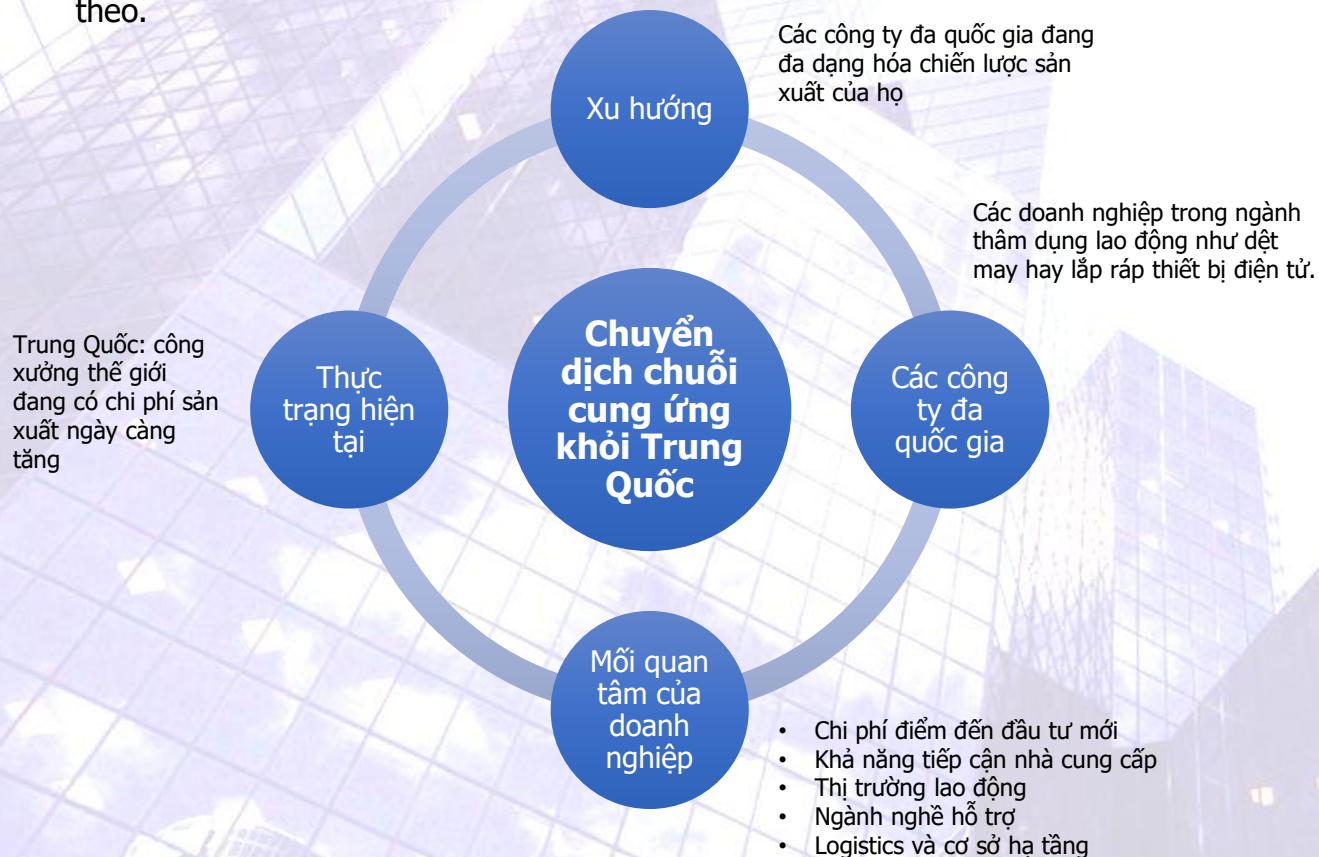
Ngành Ngân hàng

Thanh khoản thị trường tích cực

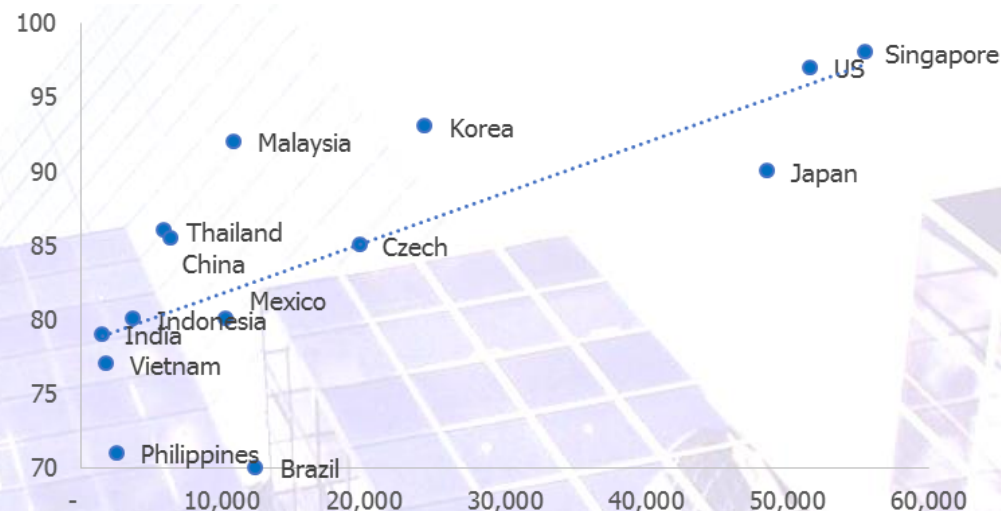
Dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh.

Chúng tôi dự phóng FDI sẽ tiếp tục được rót mạnh vào Việt Nam cũng như không có sự rút vốn đột ngột nhờ vào các yếu tố:

- Dòng vốn dịch chuyển khỏi Trung Quốc sẽ tìm kiếm các địa điểm đầu tư tiềm năng mới có lực lượng lao động dồi dào.
- Việt Nam đang là điểm đến hàng đầu với chính sách mở cửa, chi phí lao động hấp dẫn cũng như được hưởng lợi từ chiến tranh thương mại.
- Do đó, các yếu tố đã hỗ trợ tăng trưởng kinh tế cũng như thanh khoản hệ thống ngân hàng Việt Nam trong năm 2018 sẽ tiếp tục được đảm bảo trong các năm tiếp theo.



Chỉ số năng lực cạnh tranh quốc gia



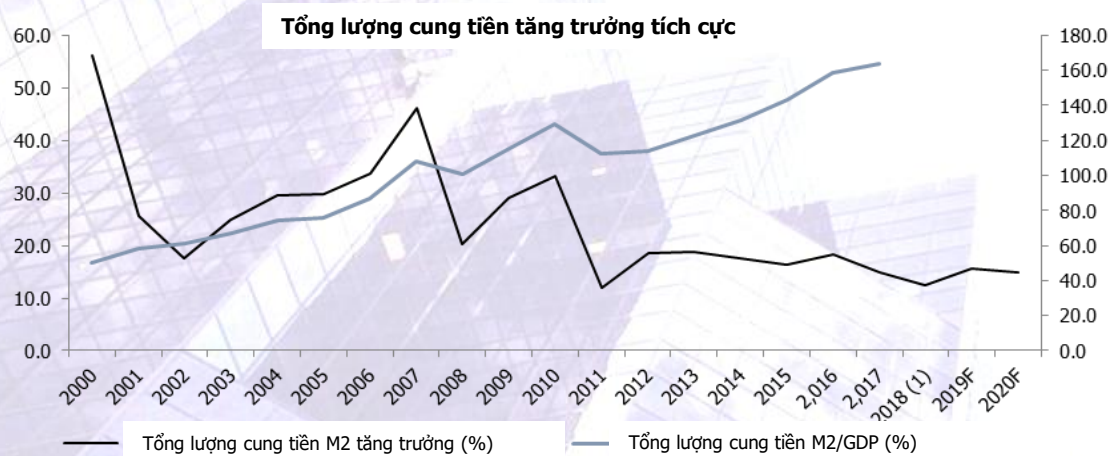
- Thái Lan và Malaysia tương đối sát nút Trung Quốc về việc đáp ứng đầy đủ điều kiện trở thành chuỗi cung ứng.
- Việt Nam đang trở thành điểm đến tiếp theo khi thừa hưởng chi phí nhân công giá rẻ, nền tảng sản xuất nâng cấp dần từ gia công đơn thuần sang sản xuất các sản phẩm chất lượng cao như điện thoại, máy móc, đồ điện tử.

Ngành Ngân hàng

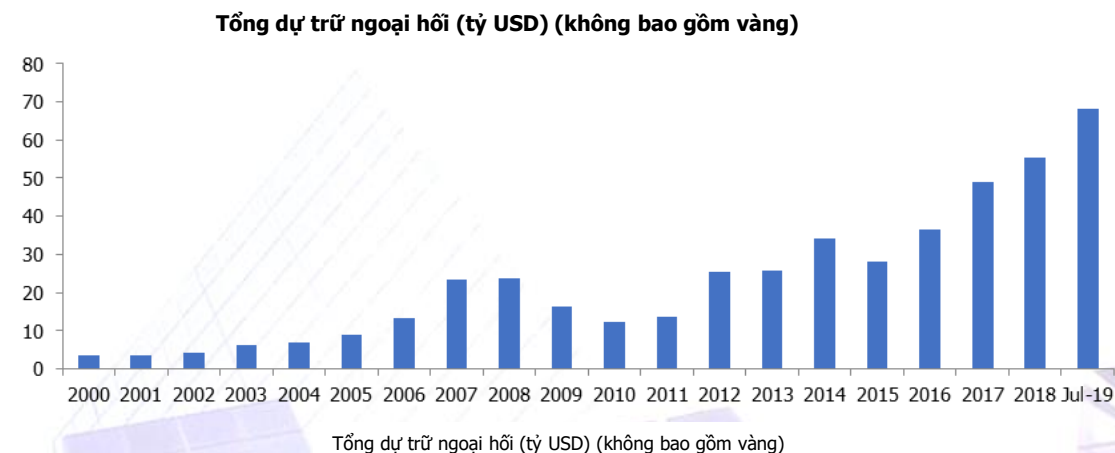
Thanh khoản thị trường tích cực

Chúng tôi dự phóng thanh khoản hệ thống sẽ tiếp tục dồi dào và không gây áp lực từ bên ngoài cho lãi suất

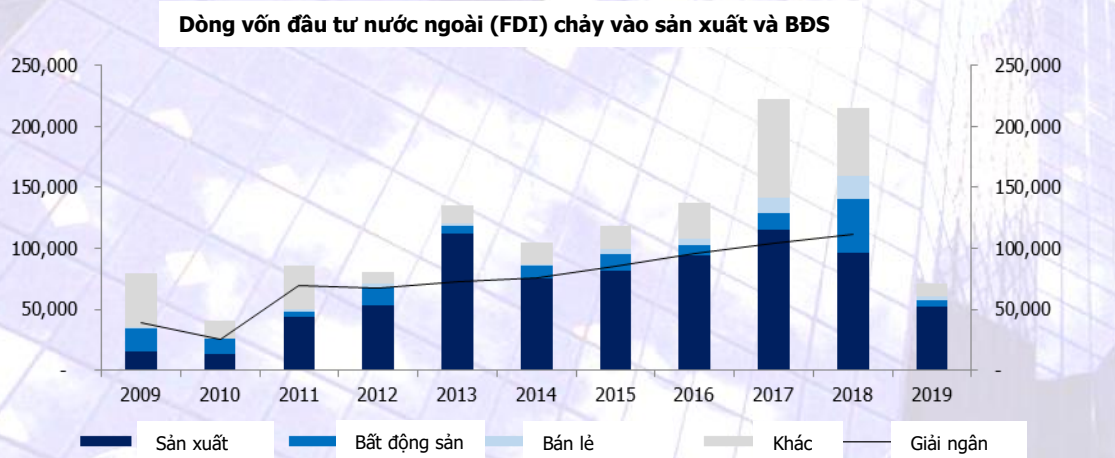
- Nhờ nguồn vốn FDI và xuất khẩu mạnh tạo ra thặng dư thương mại, thanh khoản trong năm 2018 rất tốt ngay trong khi NHNN giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng.
- Việc thặng dư thương mại lớn trong vài năm qua đã giúp NHNN tích trữ được lượng dự trữ ngoại hối cao kỷ lục.



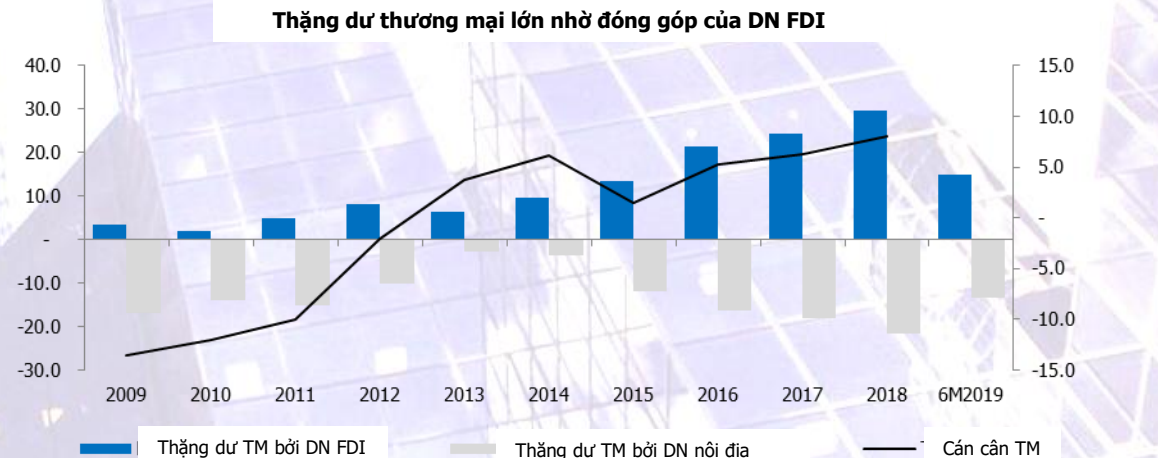
Nguồn : IMF Data, MBS Research



Nguồn : IMF Data, WB Data, MBS Research



Nguồn : IFC 2019, IMF, Vietnam Customs, MBS Research



Nguồn : IFC 2019, IMF, Vietnam Customs, MBS Research

Ngành Ngân hàng

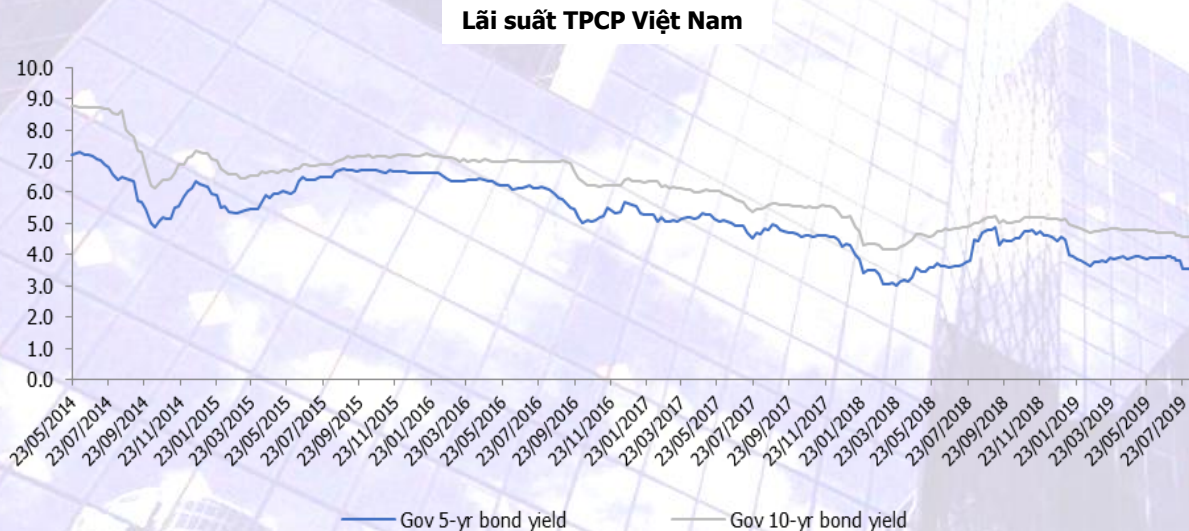
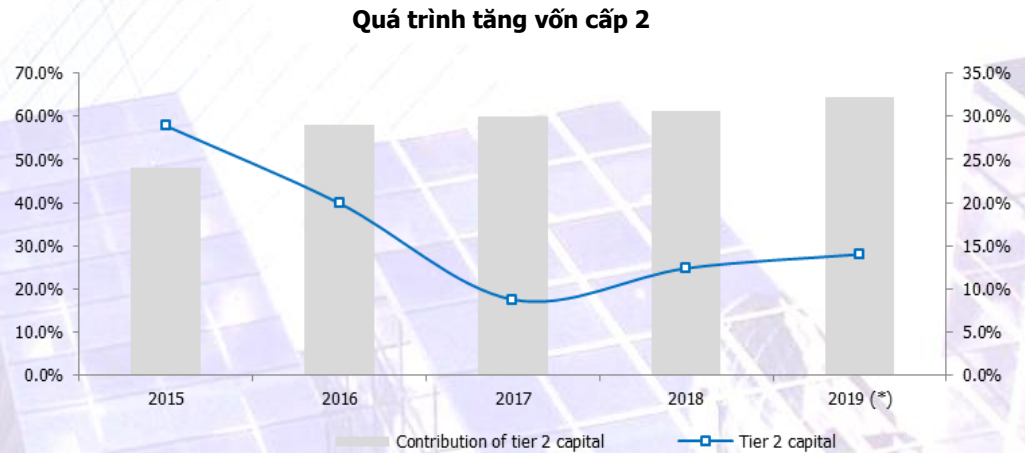
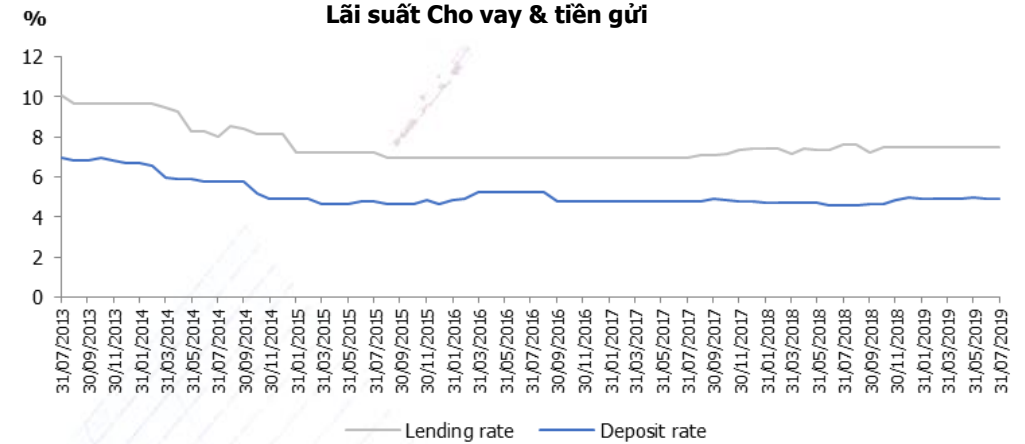
Tăng trưởng NIM dần chậm lại

Việc cơ cấu lại danh mục cho vay sẽ giới hạn tăng trưởng NIM trong giai đoạn 2020-2021

Mặc dù yếu tố vĩ mô tích cực hỗ trợ cho mặt bằng lãi suất huy động liên tục giảm, các yêu cầu của NHNN thay thế thông tư 36 đặc biệt về hạng mục tỷ lệ huy động ngắn hạn **cho vay trung-dài hạn bị siết lại sẽ đẩy chi phí huy động lên cao hơn trong năm 2019 và 2020.**

Chúng tôi không dự phóng NIM tăng trưởng mạnh do:

- Mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng tăng như đã phân tích.
- Cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn trong cho vay tiêu dùng.
- Lãi suất trái phiếu Chính phủ tiếp tục giảm.
- Các ngân hàng sẽ định hướng cho vay an toàn hơn (lãi suất thấp hơn) để đáp ứng tiêu chuẩn Basel II.



	2014	2015	2016	2017	2018
Cho vay ngắn hạn	55%	50%	48%	50%	51%
Cho vay trung hạn	18%	20%	20%	17%	15%
Cho vay dài hạn	27%	30%	32%	33%	34%
CASA	23%	22%	21%	21%	19%

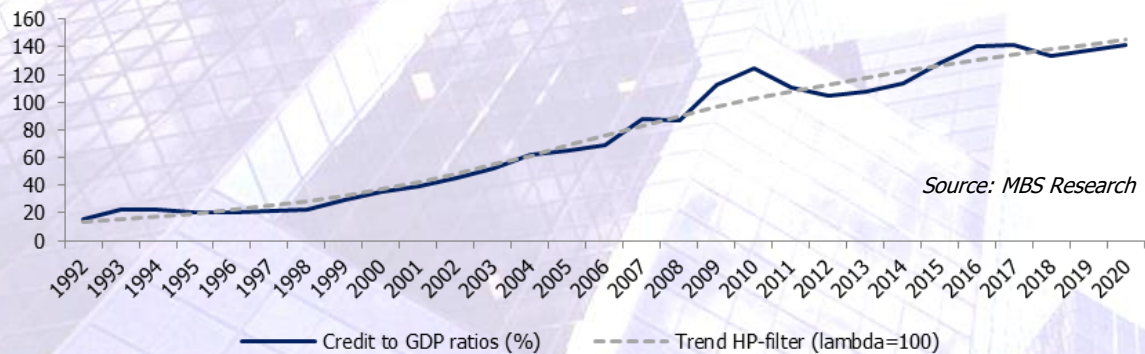
Ngành Ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc để tập trung vào chất lượng tài sản

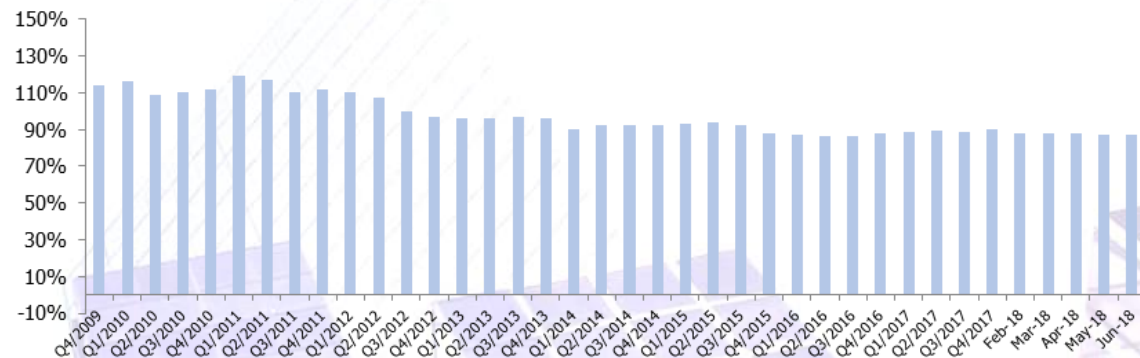
Tăng trưởng tín dụng trong năm 2020 sẽ giảm xuống và ngày càng sát hơn với tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa

- Tăng trưởng tín dụng trong năm 2019 dự kiến sẽ thấp hơn mức 14% trong năm 2018, chính sách thận trọng của NHNN và lãi suất đang có khuynh hướng tăng là yếu tố làm tín dụng tăng thận trọng hơn. Cạnh tranh từ các kênh dẫn vốn khác cũng là một xu hướng: thị trường trái phiếu doanh nghiệp ngày càng phát triển (quy mô đã đạt trên 9% GDP) là một phần tác động dẫn tới tăng trưởng tín dụng khiêm tốn hơn trước.
- Tỷ lệ tín dụng/GDP đạt trên 130% cũng là một yếu tố làm NHNN định hướng tăng trưởng tín dụng chậm lại. Ngoài ra, thông tư 22 đang siết dần cho vay lĩnh vực Bất động sản do giảm tỷ lệ huy động ngắn hạn cho vay trung và dài hạn.

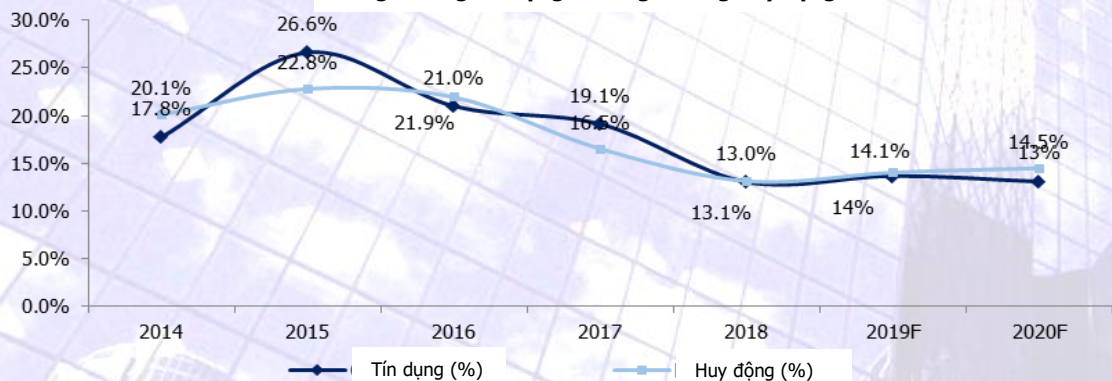
Tổng tín dụng / GDP (%)



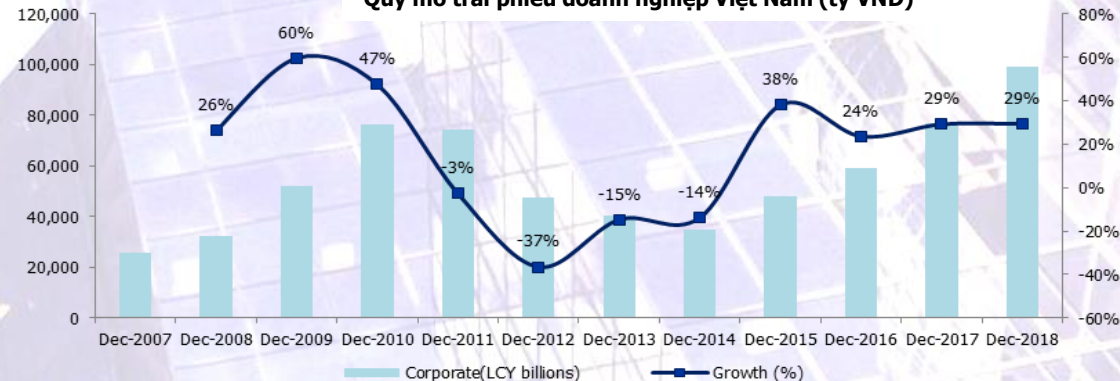
Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) (%)



Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng huy động



Quy mô trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam (tỷ VNĐ)



Ngành Ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng khác biệt ở các nhóm ngân hàng

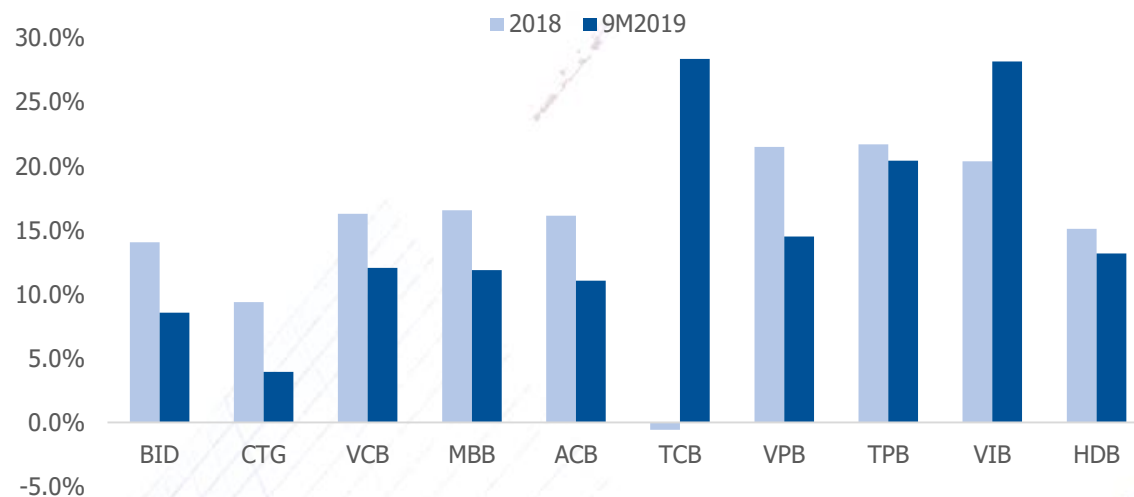
Tín dụng tăng trưởng yếu ở các NH quốc doanh nhưng mạnh hơn ở các ngân hàng tư nhân

- Tăng trưởng tín dụng trong 9 tháng 2019 mới tăng 9.4% so với đầu năm 2019, sự tăng trưởng chậm lại do thị trường BĐS có xu hướng hạ nhiệt và 2 ngân hàng quốc doanh BID và CTG giảm tăng trưởng cho vay để tái cấu trúc.
- Các ngân hàng tư nhân có sự tăng trưởng tín dụng trên hai con số, đặc biệt là TCB và VIB với tỷ lệ gần 30%. Các ngân hàng đáp ứng yêu cầu về vốn của thông tư 41, bao gồm nhiều ngân hàng tư nhân và VCB, sẽ tiếp tục được hưởng dư địa tăng trưởng mạnh.

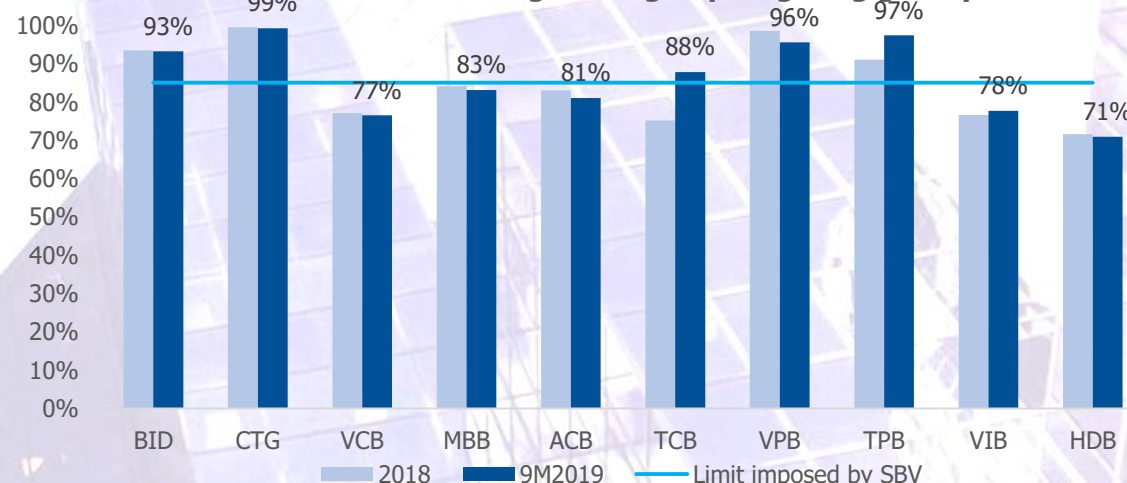
Chính sách mới hạn chế tăng trưởng tín dụng tại NH quốc doanh

- Theo thông tư 22 của Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) của các ngân hàng sẽ điều chỉnh về **mức 85% cho toàn hệ thống**, so với 90% của NH quốc doanh và 80% với ngân hàng tư nhân.
- Trong các NH quốc doanh chỉ VCB còn dư địa đáng kể để tăng trưởng tín dụng với LDR là 77%. BID sau khi chào bán vốn cho KEB Hana Bank cũng sẽ có dư địa để tăng tỷ lệ đòn bẩy. CTG có LDR rất cao và sẽ đối mặt với rủi ro hạn chế tăng trưởng trong các năm tới.
- Trong các NH tư nhân, chỉ VIB và HDB còn nhiều dư địa tăng trưởng; MBB ACB và TCB gần như đã chạm giới hạn sẽ có mức tăng khiêm tốn hơn.

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc trong 9M2019



LDR nhiều ngân hàng chạm ngưỡng giới hạn



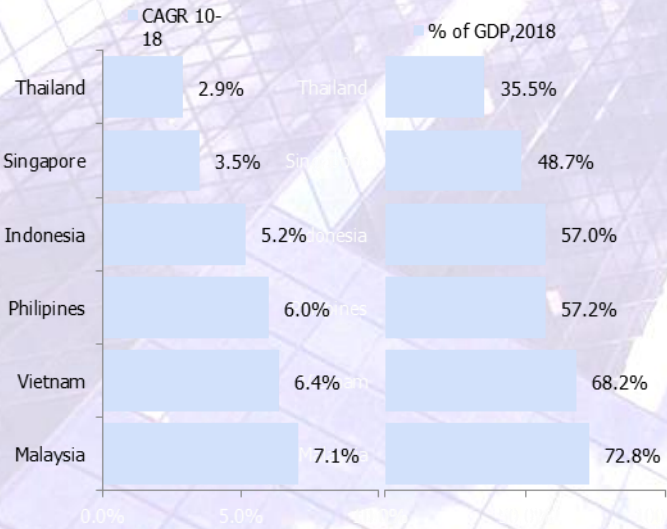
Ngành Ngân hàng

Tín dụng bán lẻ: sự tăng trưởng đang dần giảm tốc

Thị trường tín dụng bán lẻ đang được khai thác triệt để nhờ cấu trúc dân số vàng

- Tỷ trọng dân số trong độ tuổi lao động của Việt Nam có sự thu hẹp trong 2 năm qua, tuy nhiên cấu trúc dân số vẫn còn khá trẻ và sẽ tạo dư địa tăng trưởng cho chi tiêu trong dân chúng. Tốc độ tăng trưởng chi tiêu cá nhân của Việt Nam đang ở ngưỡng cao nhất trong khu vực là 6.4%.

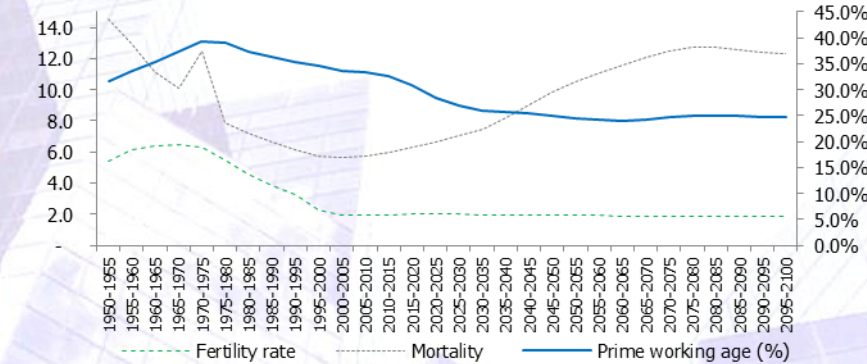
Tỷ trọng và tăng trưởng chi tiêu tư nhân



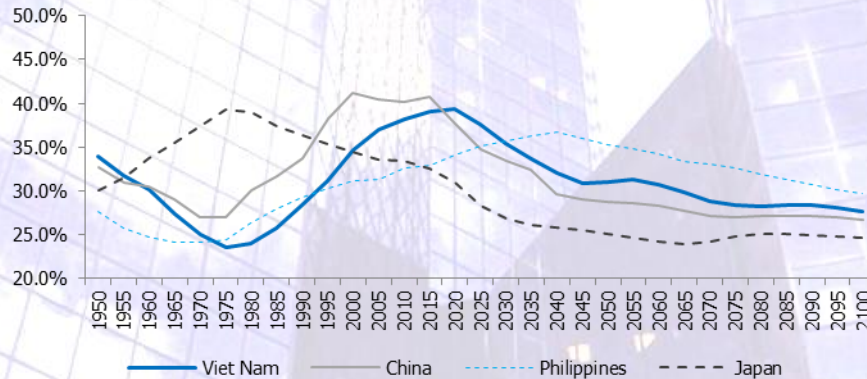
Source: GSO, BMI, IFC Research, MBS Research

Tỷ lệ dân số trong độ tuổi lao động của Việt Nam 1960-2060

Unit: live births per woman/deaths per 1,000 population



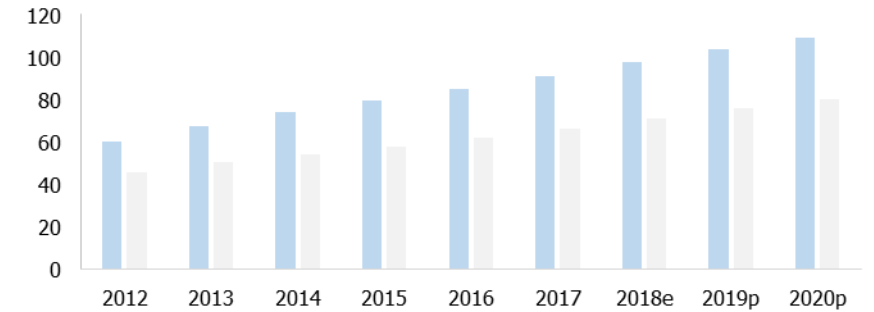
Việt Nam là quốc gia sẽ duy trì tỷ lệ lao động tương đối cao trong dài hạn



Source: UN Data, MBS Research

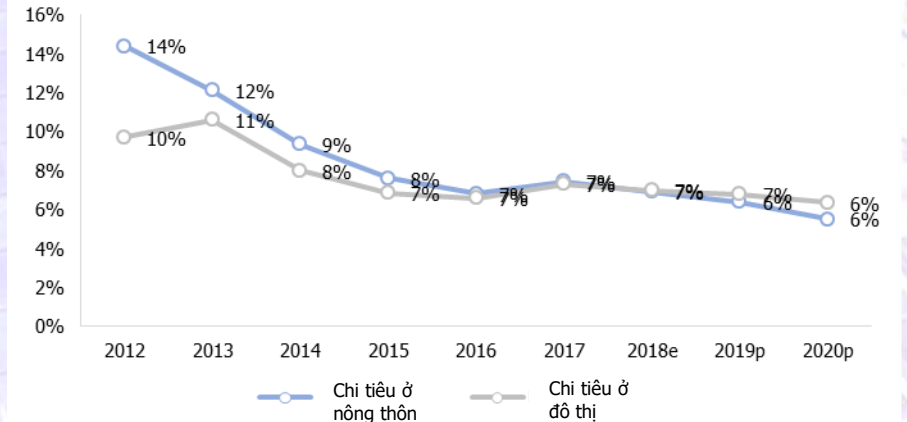
Chi tiêu tư nhân của Việt Nam

USD bn



Chi tiêu ở nông thôn Chi tiêu ở đô thị

Tăng trưởng chi tiêu tư nhân



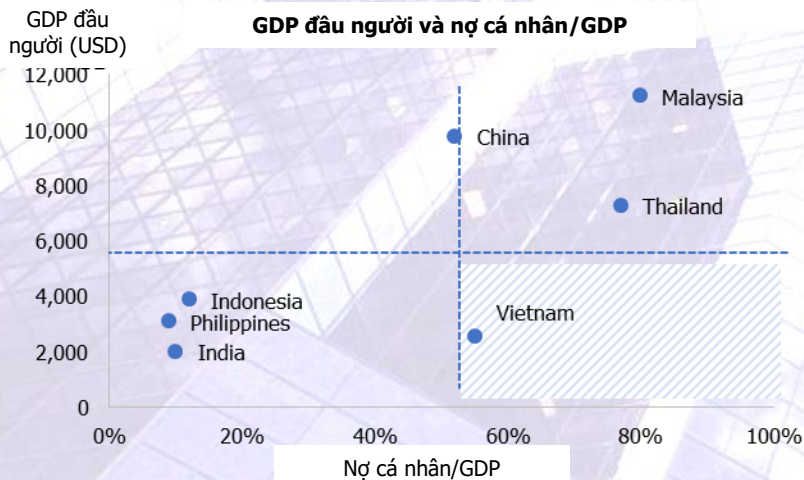
Source: GSO, BMI, IFC Research, MBS Research

Ngành Ngân hàng

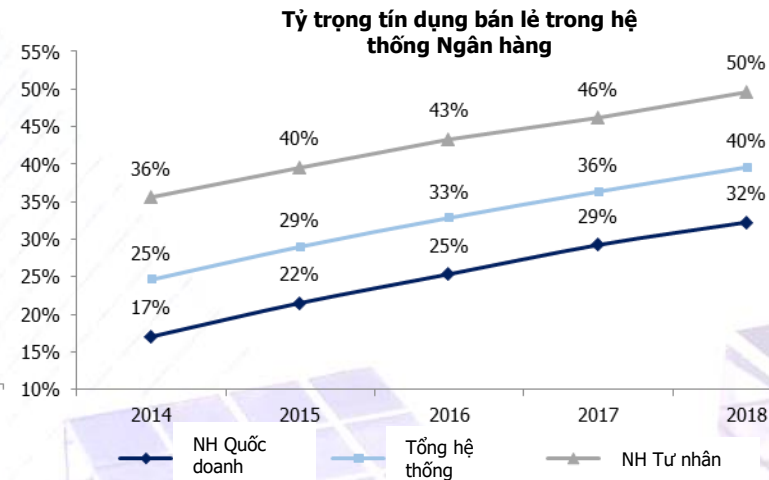
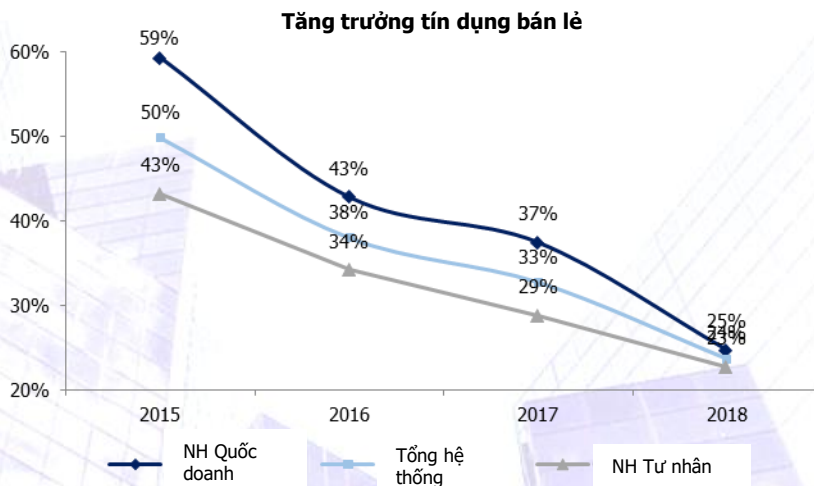
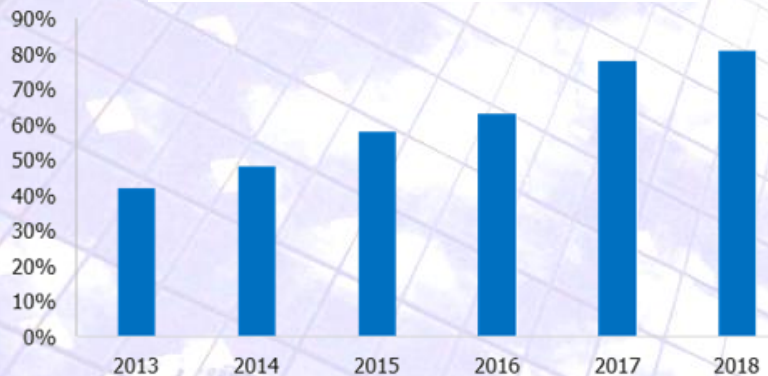
Tín dụng bán lẻ: sự tăng trưởng đang dần giảm tốc

Cạnh tranh trong tín dụng bán lẻ ngày càng khốc liệt

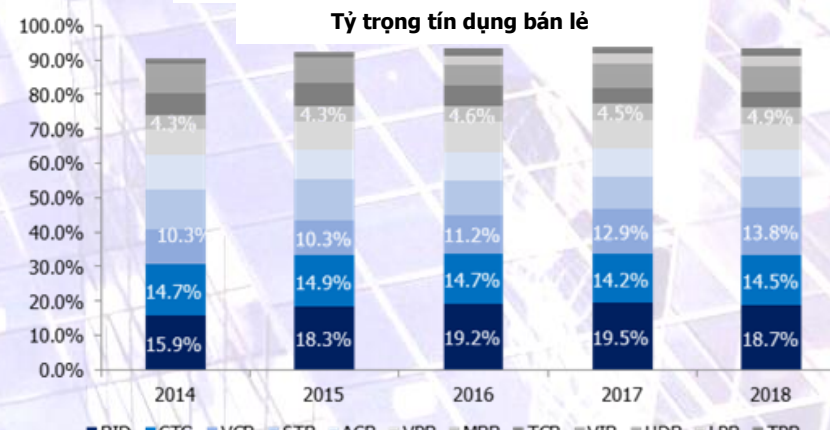
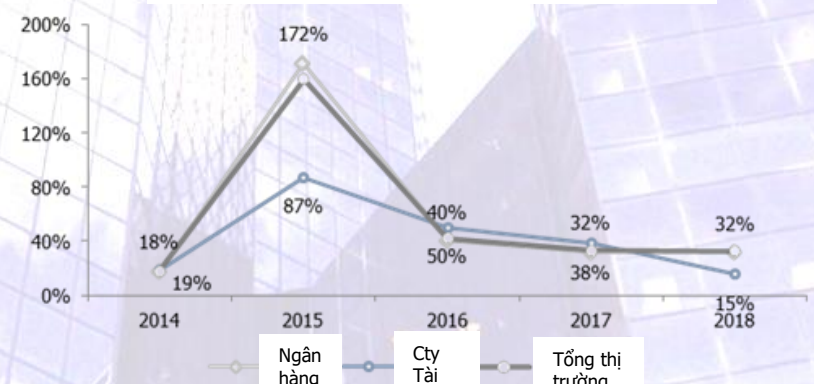
- Người tiêu dùng Việt Nam đang có tốc độ tăng trưởng tín dụng tiêu dùng nhanh hơn các nước trong khu vực có mức thu nhập tương đồng.
- Tăng trưởng tín dụng bán lẻ đang dần giảm tốc do kinh tế vĩ mô phát triển bớt nóng cũng như chính sách siết dần của NHNN đối với lĩnh vực tài chính tiêu dùng.
- VCB và MBB đang thể hiện là hai ngân hàng tăng cường thị phần cho vay bán lẻ tích cực nhất.



Nợ cá nhân/Thu nhập hàng năm người lao động



Tăng trưởng YoY của thị trường tài chính cá nhân



Ngành Ngân hàng

Chăm điểm các NHTM niêm yết

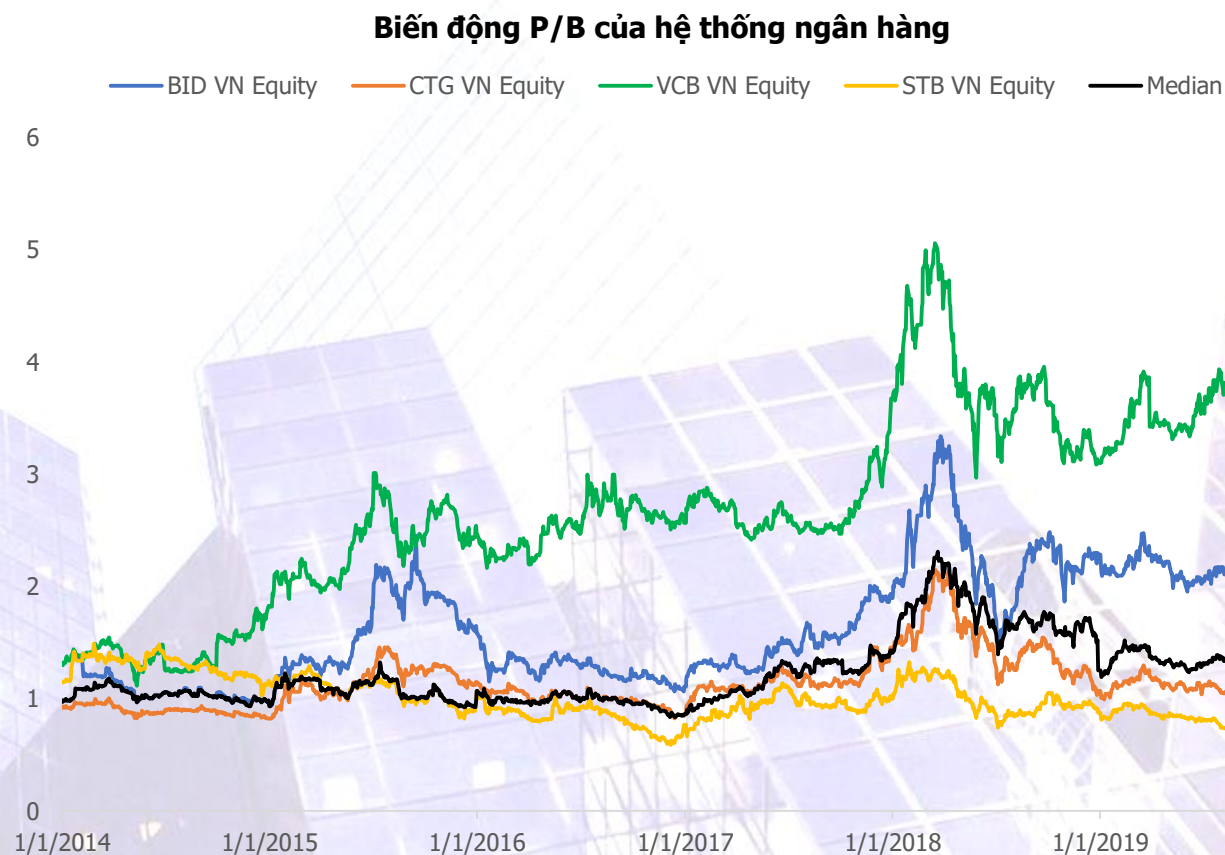
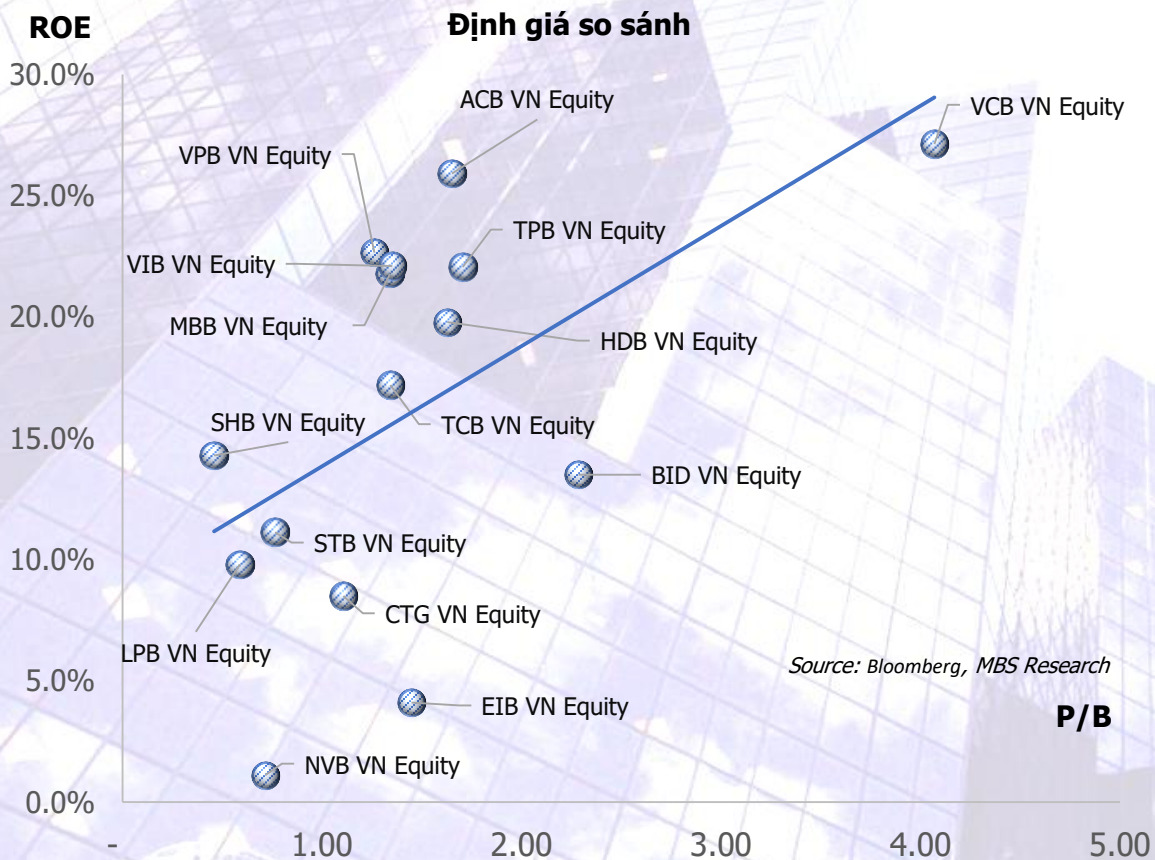
- **Chăm điểm các yếu tố cơ bản:** Trong tất cả các NHTM niêm yết, các ngân hàng VCB, MBB, ACB, TCB, VIB và HDB đáp ứng được tương đối tốt các tiêu chí chủ yếu về mặt sinh lợi cũng như chỉ tiêu quản lý vốn. VCB, ACB và MBB đang thể hiện là những ngân hàng có sự hoạt động tối ưu nhất.
- **Chăm điểm bổ sung yếu tố định giá:** Trong các ngân hàng có yếu tố cơ bản tốt, ngoại trừ VCB có mức định giá cao vượt trội, các ngân hàng còn lại có mức P/B khoảng 1.2x-1.6x cũng thiết lập mức trung vị của ngành. Các ngân hàng này cũng đang có cơ hội đầu tư tiềm năng.

Chỉ số		BID	CTG	VCB	MBB	ACB	TCB	VPB	TPB	VIB	STB	HDB	LPB	SHB	EIB	NVB
Chỉ số định giá	P/B	2.55	1.01	3.95	1.24	1.44	1.35	1.17	1.44	1.46	0.68	1.66	0.53	0.41	1.32	0.92
	ROE (%)	13.5%	8.5%	27.1%	21.8%	25.9%	17.2%	22.7%	22.1%	22.1%	11.1%	19.8%	9.8%	14.3%	4.1%	1.1%
	ROA (%)	0.5%	0.5%	1.8%	2.0%	1.7%	2.7%	2.5%	1.7%	1.7%	0.7%	1.6%	0.6%	0.7%	0.4%	0.1%
Hiệu năng hoạt động	NIM (%)	2.67%	2.25%	3.12%	4.71%	3.46%	3.84%	8.67%	4.01%	3.85%	2.46%	4.50%	3.28%	2.36%	2.29%	1.69%
	CASA (%)	17.1%	17.3%	30.0%	37.8%	17.2%	30.0%	21.8%	16.4%	10.5%	16.1%	13.7%	15.1%	8.1%	12.1%	22.0%
	TN dịch vụ/Tổng TN (%)	12.6%	19.3%	13.3%	23.7%	20.5%	28.3%	7.9%	24.3%	21.6%	69.9%	8.8%	8.7%	20.4%	22.4%	16.7%
Hiệu năng quản lý vốn	Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.09%	1.56%	1.08%	1.54%	0.67%	1.80%	3.50%	1.51%	2.11%	2.00%	1.50%	1.49%	2.86%	1.71%	2.57%
	Phải thu/Tổng TS (%)	1.6%	2.6%	1.6%	4.5%	2.0%	4.1%	4.8%	5.8%	1.8%	9.3%	2.8%	3.9%	6.8%	1.6%	12.5%
	LDR (%)	93.2%	99.3%	76.5%	83.1%	81.0%	87.8%	95.5%	97.4%	77.7%	72.2%	70.9%	88.0%	83.6%	77.2%	61.5%
Xếp hạng		BID	CTG	VCB	MBB	ACB	TCB	VPB	TPB	VIB	STB	HDB	LPB	SHB	EIB	NVB
Chỉ số định giá	P/B	3	4	1	4	4	4	4	4	4	5	4	5	5	4	5
	ROE (%)	2	1	5	4	5	3	4	4	4	2	3	1	2	1	1
	ROA (%)	2	2	4	4	4	5	5	4	4	2	4	2	2	1	1
Hiệu năng hoạt động	NIM (%)	2	1	3	5	3	4	5	5	4	1	5	3	1	1	1
	CASA (%)	3	3	5	5	3	5	4	3	2	3	2	3	1	2	4
	TN dịch vụ/Tổng TN (%)	2	3	2	5	5	5	1	5	5	5	1	1	5	5	3
Hiệu năng quản lý vốn	Tỷ lệ nợ xấu (%)	2	3	4	3	5	3	1	3	2	3	4	4	1	3	1
	Phải thu/Tổng TS (%)	5	4	5	2	4	2	2	1	5	1	4	3	1	5	1
	LDR (%)	2	1	5	4	4	3	1	1	5	5	5	3	4	5	5
Tổng kết		2.56	2.44	3.78	4.00	4.11	3.78	3.00	3.33	3.89	3.00	3.56	2.78	2.44	3.00	2.44

Ngành Ngân hàng

Định giá ngân hàng kỳ vọng sẽ được nâng cao hơn

- Kể từ đợt điều chỉnh lớn vào tháng 4/2018, cổ phiếu VCB và BID đang tăng giá tích cực hơn so với thị trường chung cũng như ngành ngân hàng. Giá trị VCB ở mức cao nhờ tăng trưởng lợi nhuận cao, trong khi BID tăng giá nhờ kỳ vọng vào thương vụ bán vốn với KEB Hana Bank, dự kiến đáp ứng thông tư 41 của NHNN về tiêu chuẩn Basel II.
- Ở thời điểm hiện tại, các ngân hàng tiềm năng là các ngân hàng có (i) hệ sinh thái khách hàng lớn và bền vững cho phép việc huy động vốn có chi phí cạnh tranh, khả năng tăng trưởng lợi nhuận cao, được định giá hợp lý và có các yếu tố thúc đẩy giá cổ phiếu như các thương vụ bán vốn hay hợp tác Bancassurance.



MUA; Giá mục tiêu: 30,300 VNĐ (+35%)

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi đánh giá cao MBB với hệ sinh thái khách hàng độc nhất, chi phí huy động cạnh tranh, mở rộng vào tín dụng bán lẻ và tăng trưởng mạnh doanh thu bancassurance.
- Ngân hàng duy trì mức tăng trưởng tín dụng, lợi nhuận và duy trì chất lượng tài sản an toàn một cách bền vững trong nhiều năm. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận MBB sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2019 và 2020 với ROE trên 20% nhờ NIM tiếp tục cải thiện song song với cơ chế quản trị rủi ro thận trọng.

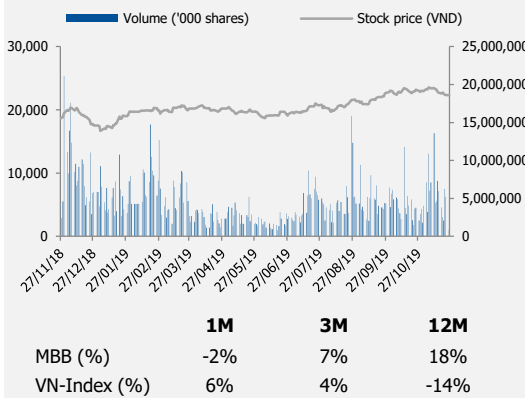
Điểm nhấn đầu tư

- NIM cải thiện 45 điểm phần trăm trong 3Q2019 nhờ tín dụng bán lẻ và chi phí huy động thấp:** Lãi suất cho vay tiếp tục cải thiện nhờ M-Credit và tín dụng bán lẻ, đã được thể hiện rõ ràng trong KQKD năm 2018 của MBB. Trong dài hạn, chúng tôi dự phóng NIM sẽ tăng trưởng khiêm tốn hơn với sự cạnh tranh ngày càng gia tăng trong lĩnh vực tín dụng tiêu dùng. Chi phí huy động vẫn duy trì ở mức thấp với tỷ lệ CASA gần 40% bất chấp lãi suất huy động có xu hướng tăng.
- Nợ xấu dự kiến sẽ tăng tuy nhiên được bù đắp bởi dự phòng rủi ro tín dụng.** Chúng tôi dự phóng NPL ở mức 1.5% trong năm 2019 với khẩu vị rủi ro hướng tới nhóm khách hàng có tính chất biến động cao hơn. Mặt khác, tỷ lệ LLR dự kiến sẽ tăng lên trên 100% trong năm 2019.
- Thu nhập ngoài lãi tăng 30% sau năm 2019 với tiềm năng khai thác từ thị trường bảo hiểm** cũng như sự tham gia của MBB các dịch vụ trên thị trường vốn (qua các công ty con MBAgeas Life, MBS, v...v)

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 30,300 đồng/CP (+35% upside) với phương pháp so sánh P/B và chiết khấu thu nhập thặng dư (RI), với mức P/B hiện thời của ngân hàng là 1.54x.

Biến động giá



Ngày báo cáo	19/12/2019
Giá hiện tại	VND22,400
Giá mục tiêu	VND30,300
Upside	35%
Bloomberg	MBB VN Equity
Vốn hóa thị trường	VND 52,095bn USD 1,989mn
Biến động 52 tuần	VND16,700 VND23,600
Giá trị giao dịch trung bình	VND 29bn USD 1mn
Giới hạn sở hữu NĐTNN	20.00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	20.00%

Đơn vị: tỷ VNĐ	2017	2018	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	13,867	19,537	24,690	27,982
Lợi nhuận trước thuế và dự phòng	7,868	10,803	15,070	17,387
Tăng trưởng y/y		37%	40%	15%
Chi phí dự phòng	3,252	3,035	4,841	4,628
Tăng trưởng y/y		-7%	59%	-4%
Lợi nhuận trước thuế	4,616	7,767	10,229	12,759
Tăng trưởng y/y		68%	32%	25%
Lợi nhuận sau thuế	3,490	6,190	8,183	10,207
Tăng trưởng y/y		77%	32%	25%
EPS (VNĐ)	1,939	2,826	3,783	4,718
Giá trị sổ sách mỗi CP (VNĐ)	15,516	15,090	18,873	23,591
ROAA	1.2%	1.8%	2.1%	2.3%
ROEA	13.2%	20.1%	22.3%	22.2%
P/E		8.6	6.4	5.2
P/B		1.6	1.3	1.0

MUA; Giá mục tiêu: 30,300 VNĐ (+35%)

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
Tỷ lệ an toàn vốn			
CAR	9.60%	10.90%	9.00%
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	9%	10%	11%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	11.10	10.23	9.44
Chất lượng tài sản			
Nợ nhóm 3-5	1.33%	1.33%	1.33%
Nợ nhóm 2	1.70%	1.60%	1.60%
Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR)	56.24%	70.00%	75.00%
Thanh khoản			
Cho vay / Huy động (LDR)	97.4%	96.7%	95.4%
Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản	15.83%	18.21%	21.11%
Tài sản thanh khoản/Tiền gửi KH	23.90%	27.56%	32.04%
Khả năng sinh lời			
ROA	1.81%	2.10%	2.27%
ROE	20.10%	22.28%	22.22%
NIM	4.54%	4.54%	4.63%
Thu nhập lãi/ Thu nhập hoạt động	67.11%	67.35%	68.29%
Chi phí hoạt động/ Thu nhập hoạt động	38.96%	37.86%	37.52%
Tăng trưởng			
Tăng trưởng tổng tài sản	15.23%	15.40%	15.29%
Tăng trưởng tín dụng	11.84%	11.35%	12.52%
Tăng trưởng huy động	14.33%	14.42%	14.49%
Tăng trưởng LN trước thuế và dự phòng	39.50%	15.37%	11.75%
Tăng trưởng LN trước thuế	31.70%	24.73%	22.97%
Định giá			
EPS (basic) (VNĐ)	2,826	3,783	4,718
Giá trị sổ sách mỗi CP (VNĐ)	15,090	18,873	23,591
P/E	8.63	6.45	5.17
P/B	1.62	1.29	1.03

Cập nhật tài chính	Tỷ VND	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	yoy Q3/2018	yoy Q3/2019	yoy 9M2018	yoy 9M2019
Thu nhập/Chi phí	TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	3,855	4,234	4,791	4,799	5,715	5,454	6,155	6,345	32.2%	32.2%	38.1%	29.9%
	Thu nhập lãi thuần	3,245	3,293	3,504	3,633	4,154	4,134	4,395	4,581	28.1%	26.1%	30.8%	25.7%
	Thu nhập ngoài lãi	610	940	1,287	1,166	1,562	1,320	1,760	1,764	46.5%	51.3%	66.4%	42.8%
	CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	1,925	1,623	1,927	1,968	3,216	2,065	2,307	2,292	27.9%	16.5%	35.4%	20.8%
	LN trước thuế và dự phòng	1,930	2,611	2,864	2,831	2,500	3,389	3,848	4,053	35.3%	43.2%	39.9%	35.9%
	Chi phí dự phòng	1,316	692	953	646	747	964	1400	1312	45.9%	103.1%	18.3%	60.5%
	LN trước thuế	614	1,918	1,911	2,185	1,752	2,425	2,448	2,741	47.9%	25.4%	50.3%	26.6%
		Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019				
Tăng trưởng Tín dụng/Huy động	Tăng trưởng tín dụng	5.3%	5.2%	6.0%	0.0%	5.3%	6.9%	4.0%	0.5%				
	Tăng trưởng huy động	4.4%	3.1%	3.5%	-1.0%	3.3%	1.0%	6.9%	-1.9%				
	Tỷ lệ nợ xấu	1.2%	1.4%	1.3%	1.6%	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%				
Chất lượng tài sản	Nợ nhóm 2/Tổng tín dụng	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.7%	1.9%	1.3%	1.5%				
	Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR)	95.9%	91.0%	106.2%	106.0%	112.3%	96.5%	99.7%	102.7%				

Source: FS MBB, MBS Research

- LNTT trong 9 tháng năm 2019 tăng trưởng 27%, thấp hơn mức 50% trong 9M2018 nhưng vẫn tích cực nhờ (i) thu nhập ngoài lãi tăng 43% nhờ nguồn thu từ phí và doanh thu bancassurance và (ii) thu nhập lãi thuần tăng 26% với 12% tăng trưởng tín dụng và NIM cải thiện 45 điểm phần trăm.
- Tỷ lệ nợ xấu trong quý 3/2019 duy trì ở mức 1.5%, MBB tiếp tục duy trì định hướng khẩu vị rủi ro thận trọng, tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng đã vượt 100% trong 3Q2019.
- Thương vụ bán 7.5% vốn cho đối tác chiến lược nước ngoài dự kiến sẽ là chất xúc tác chính cho việc nâng hạng định giá cho MBB. Thương vụ đang trong quá trình đàm phán và thực hiện và chúng tôi dự kiến sẽ hoàn thành trong năm sau.

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (HOSE: TCB)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: 26,000 VNĐ (+12%)

Luận điểm đầu tư

- TCB là một ngân hàng tư nhân năng động với một hệ sinh thái khách hàng đặc biệt, hạ tầng công nghệ hiện đại thúc đẩy doanh thu từ phí và cơ chế hoạt động hiệu quả. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với TCB do sự suy giảm doanh thu từ phí và dự kiến gia tăng NIM sẽ bị giới hạn hơn.
- Ngoài ra, chi phí dự phòng nợ xấu giảm liên tiếp trong các quý gần đây cho thấy sự tăng trưởng lợi nhuận đã kém lạnh mạnh hơn. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng lợi nhuận năm 2019 đạt 16%.

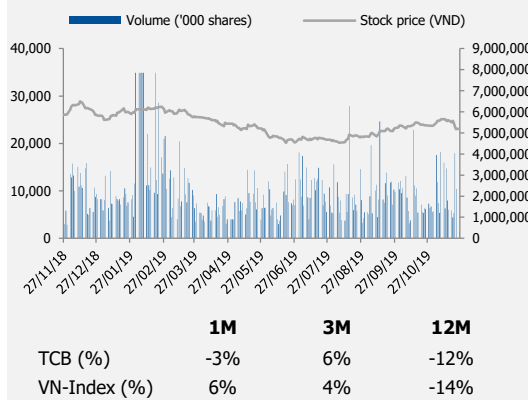
Điểm nhấn đầu tư

- Tỷ lệ nợ xấu được duy trì, có sự suy giảm ngắn hạn trong dự phòng rủi ro tín dụng.** Chúng tôi dự phóng NPL trong năm 2019 sẽ đạt 1.8% ngang với cuối năm 2018. Tuy nhiên LLR trong quý 3 đã giảm còn 79%, chi phí dự phòng tín dụng giảm 32%.
- Tín dụng khách hàng tăng mạnh.** Chúng tôi dự phóng tín dụng sẽ tăng 19.4% trong năm 2019 nhờ có thêm dư địa tín dụng sau khi đáp ứng tiêu chuẩn thông tư 41 của NHNN. Ngoài ra, nhờ vị trí đứng đầu trong thị trường cho vay mua bất động sản và liên kết với tập đoàn Vingroup, TCB có thể tăng trưởng tín dụng tích cực trong năm nay. Dư nợ trái phiếu trong quý 3/2019 tương đương so với đầu năm.
- NIM tiếp tục duy trì ổn định.** Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ duy trì mức chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất huy động ở lĩnh vực mua nhà không thay đổi nhờ tập khách hàng lớn. Nhu cầu mua bất động sản đang hạ nhiệt sẽ bình thường hóa tăng trưởng NIM.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu 26,000 đồng/CP (+12% upside) với phương pháp so sánh P/B và chiết khấu thu nhập thặng dư (RI), với mức P/B hiện thời của ngân hàng là 1.54x.

Biến động giá



Ngày báo cáo	19/12/2019
Giá hiện tại	VND23,200
Giá mục tiêu	VND26,000
Upside	12%
Bloomberg	TCB VN Equity
Vốn hóa thị trường	VND 81,203bn USD 3,455mn
Biến động 52 tuần	VND20,100 VND28,900
Giá trị giao dịch trung bình	VND 11bn USD 0.5mn
Giới hạn sở hữu NĐTNN	22.50%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	22.50%

Đơn vị: tỷ VNĐ	2017	2018	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	16,458	18,350	20,015	22,946
Lợi nhuận trước thuế và dự phòng	11,646	12,507	13,580	15,859
Tăng trưởng y/y		7%	9%	17%
Chi phí dự phòng	3,609	1,846	1,272	2,063
Tăng trưởng y/y		-49%	-31%	62%
Lợi nhuận trước thuế	8,036	10,661	12,308	13,796
Tăng trưởng y/y		33%	15%	12%
Lợi nhuận sau thuế	6,446	8,474	9,846	11,037
Tăng trưởng y/y		31%	16%	12%
EPS (VNĐ)	5,530	2,420	2,816	3,156
Giá trị sổ sách mỗi CP (VNĐ)	23,106	14,790	17,606	20,762
ROAA	2.6%	2.9%	2.9%	2.8%
ROEA	27.7%	21.5%	17.4%	16.5%
P/E		9.6	8.2	7.4
P/B		1.6	1.3	1.1

Source: MBS Research

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: 26,000 VNĐ (+12%)

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
Tỷ lệ an toàn vốn			
CAR	14.33%	14.00%	14.00%
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	16%	17%	17%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	6.21	5.99	5.83
Chất lượng tài sản			
Nợ nhóm 3-5	1.75%	1.75%	1.75%
Nợ nhóm 2	1.62%	1.60%	1.60%
Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR)	85.08%	79.41%	83.53%
Thanh khoản			
Cho vay / Huy động (LDR)	110.74%	110.53%	109.32%
Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản	15.18%	16.52%	18.34%
Tài sản thanh khoản/Tiền gửi KH	24.19%	26.29%	29.13%
Khả năng sinh lời			
ROA	2.87%	2.86%	2.79%
ROE	21.52%	17.38%	16.45%
NIM	4.01%	4.08%	4.13%
Thu nhập lãi/ Thu nhập hoạt động	65.23%	64.85%	64.96%
Chi phí hoạt động/ Thu nhập hoạt động	32.15%	30.89%	30.07%
Tăng trưởng			
Tăng trưởng tổng tài sản	14.86%	14.80%	14.33%
Tăng trưởng tín dụng	13.02%	12.36%	12.93%
Tăng trưởng huy động	14.06%	14.17%	14.28%
Tăng trưởng LN trước thuế và dự phòng	8.58%	16.78%	14.48%
Tăng trưởng LN trước thuế	15.45%	12.09%	12.02%
Định giá			
EPS (basic) (VNĐ)	2,420	2,816	3,156
Giá trị sổ sách mỗi CP (VNĐ)	14,790	17,606	20,762
P/E	9.6	8.2	7.4
P/B	1.6	1.3	1.1

Cập nhật tài chính	Tỷ VND	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	yoy Q3/2018	yoy Q3/2019	yoy 9M2018	yoy 9M2019
Thu nhập/Chi phí	TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	5,787	4,660	3,999	4,635	5,055	4,394	4,688	5,358	33.2%	15.6%	24.9%	8.6%
	Thu nhập lãi thuần	2,469	2,547	2,504	3,117	2,959	3,359	3,124	3,622	51.7%	16.2%	26.4%	23.7%
	Thu nhập ngoài lãi	3,318	2,113	1,496	1,518	2,096	1,035	1,564	1,736	6.5%	14.4%	22.5%	-15.4%
	CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	1,518	1,267	1,152	1,315	2,109	1,610	1,571	1,794	7.9%	36.4%	14.2%	33.2%
	LN trước thuế và dự phòng	4,269	3,393	2,848	3,320	2,947	2,784	3,117	3,564	46.7%	7.3%	29.6%	-1.0%
	Chi phí dự phòng	1,073	824	220	743	60	167	72	366	372.6%	-50.7%	-29.6%	-66.1%
	LN trước thuế	3,196	2,569	2,628	2,578	2,887	2,617	3,045	3,198	22.4%	24.0%	60.6%	14.0%
		Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019				
Tăng trưởng	Tăng trưởng tín dụng	16.50%	1.90%	1.70%	0.10%	-4.30%	2.44%	13.19%	10.73%				
Tín dụng/Huy động	Tăng trưởng huy động	2.70%	6.10%	2.90%	4.30%	4.60%	3.28%	5.91%	-0.73%				
	Tỷ lệ nợ xấu	1.60%	1.90%	2.00%	2.10%	1.80%	1.78%	1.78%	1.80%				
Chất lượng tài sản	Nợ nhóm 2/Tổng tín dụng	1.50%	1.70%	1.40%	1.70%	1.60%	2.17%	1.52%	0.92%				
	Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR)	72.90%	76.20%	74.20%	77.50%	85.10%	87.70%	77.11%	78.19%				

Source: FS TCB, MBS Research

- LNTT trong 9 tháng đầu năm 2019 tăng 14% yoy, thấp hơn mức tăng 61% của 9M2018 do: (i) thu nhập ngoài lãi giảm 15% do suy giảm doanh thu từ phí và (ii) thu nhập lãi thuần tang 24% từ 28% tang trưởng danh mục cho vay và NIM cải thiện 24 điểm phần trăm.
- Nợ xấu ở mức 1.8% trong 9Q2019. Tuy nhiên, LLR giảm từ 85% xuống còn 79%.

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: 96,100 VNĐ (+13%)

Luận điểm đầu tư

VCB là ngân hàng hoạt động hiệu quả nhất hệ thống với tập khách hàng lớn, có rủi ro thấp và chi phí huy động vốn cạnh tranh. Ngân hàng có tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận bền vững trong dài hạn với nền tảng khách hàng cũng như tiềm năng từ hợp tác bancassurance. Tuy nhiên, mức định giá của VCB đang ở mức cao nhất trong lịch sử, chúng tôi đánh giá rằng việc tăng tỷ trọng cổ phiếu này nên được cân nhắc kỹ lưỡng.

Cập nhật doanh nghiệp

Tăng trưởng tín dụng bán lẻ thúc đẩy NIM. Chúng tôi dự phóng tín dụng tăng trưởng 14% trong năm 2019 nhờ tín dụng bán lẻ với lãi suất cho vay cao hơn, kết hợp với chi phí huy động thấp giúp cải thiện NIM. NIM trong 3Q2019 đã tăng 42ppts.

Tiết giảm chi phí hoạt động (OPEX) giúp thúc đẩy tăng trưởng PBT. Trong 9M2019, OPEX chỉ tăng 6% trong khi thu nhập hoạt động tăng 23%. Chúng tôi dự phóng OPEX sẽ chỉ tăng 10% trong năm 2019.

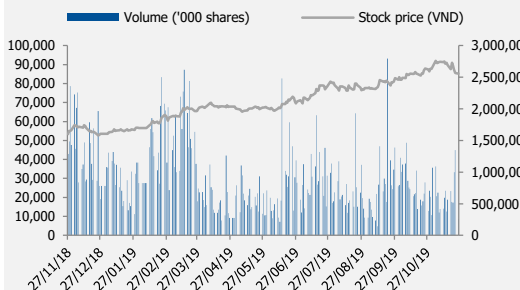
Nợ xấu duy trì rất thấp kết hợp với tăng tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng. Chúng tôi dự phóng NPL năm 2019 được giữ ở mức 1.0%, chi phí dự phòng tăng 2% so với năm trước. Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR) dâng lên mức cao nhất 189%.

Tiềm năng từ hợp tác Bancassurance với FWD. VCB đã chính thức ký kết hợp tác độc quyền 15 năm phân phối bảo hiểm cho tập đoàn bảo hiểm FWD. Trong đó, FWD sẽ mua lại liên doanh bảo hiểm Vietcombank Cardif, VCB sẽ phân phối sản phẩm bảo hiểm nhân thọ của FWD cho hệ thống khách hàng rộng lớn của VCB. Hợp tác này dự kiến sẽ là hợp đồng bancassurance lớn nhất trong hệ thống ngân hàng từ trước tới nay.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu 96,100 đồng/CP (13% upside) với phương pháp so sánh P/B và chiết khấu thu nhập thặng dư (RI). Mức P/B là 4.0x được củng cố bởi tập khách hàng tốt và chi phí huy động cạnh tranh.

Biến động giá



	1M	3M	12M
VCB (%)	-2%	7%	57%
VN-Index (%)	6%	4%	-14%

Ngày báo cáo	19/12/2019
Giá hiện tại	VND85,100
Giá mục tiêu	VND 96,100
Upside	13%
Bloomberg	VCB VN Equity
Vốn hóa thị trường	VND 315,625bn USD 13,430mn
Biến động 52 tuần	VND52,700 VND92,000
Giá trị giao dịch trung bình	VND 39bn USD 2mn
Giới hạn sở hữu NĐTNN	30.00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	23.87%

Đơn vị: tỷ VNĐ	2017	2018	2019F	2020F
Thu nhập hoạt động	29,406	39,278	49,105	57,862
Lợi nhuận trước thuế và dự phòng	17,540	25,667	34,114	41,351
Tăng trưởng y/y		46%	33%	21%
Chi phí dự phòng	6,198	7,398	7,580	8,145
Tăng trưởng y/y		19%	2%	7%
Lợi nhuận trước thuế	11,341	18,269	26,534	33,206
Tăng trưởng y/y		61%	45%	25%
Lợi nhuận sau thuế	9,111	14,622	21,227	26,565
Tăng trưởng y/y		60%	45%	25%
EPS (VNĐ)	2,527	4,057	5,897	7,380
Giá trị sổ sách mỗi CP (VNĐ)	14,584	17,254	23,127	30,507
ROAA	1.0%	1.4%	1.8%	2.0%
ROEA	18.1%	25.5%	29.2%	27.5%
P/E		21.0	14.4	11.5
P/B		4.9	3.7	2.8

Source: MBS Research

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE: VCB)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: 96,100 VNĐ (+13%)

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
Tỷ lệ an toàn vốn			
CAR	10.54%	9.81%	9.00%
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	5.8%	6.7%	7.6%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	17.29	14.93	13.11
Chất lượng tài sản			
Nợ nhóm 3-5	0.98%	0.98%	0.98%
Nợ nhóm 2	0.60%	0.60%	0.60%
Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR)	165.41%	183.54%	192.54%
Thanh khoản			
Cho vay / Huy động (LDR)	82.02%	81.41%	80.95%
Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản	25.50%	28.00%	30.12%
Tài sản thanh khoản/Tiền gửi KH	34.15%	37.73%	40.88%
Khả năng sinh lời			
ROA	1.38%	1.83%	1.98%
ROE	25.49%	29.21%	27.52%
NIM	2.76%	3.18%	3.40%
Thu nhập lãi/ Thu nhập hoạt động	71.94%	73.34%	74.33%
Chi phí hoạt động/ Thu nhập hoạt động	30.53%	28.54%	27.57%
Tăng trưởng			
Tăng trưởng tổng tài sản	15.71%	15.82%	15.60%
Tăng trưởng tín dụng	11.98%	12.45%	12.76%
Tăng trưởng huy động	14.61%	14.66%	14.70%
Tăng trưởng LN trước thuế và dự phòng	32.91%	21.21%	15.54%
Tăng trưởng LN trước thuế	45.24%	25.14%	16.28%
Định giá			
EPS (basic) (VNĐ)	4,057	5,897	7,380
Giá trị sổ sách mỗi CP (VNĐ)	17,254	23,127	30,507
P/E	21.0	14.4	11.5
P/B	4.9	3.7	2.8

Cập nhật tài chính	Tỷ VND	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	yoy Q3/2018	yoy Q3/2019	yoy 9M2018	yoy 9M2019
Thu nhập/Chi phí	TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	7,529	9,924	9,259	9,414	10,746	11,768	11,303	11,994	29.2%	27.4%	30.8%	22.6%
	Thu nhập lãi thuần	5,777	6,197	6,800	7,432	7,981	8,499	8,580	8,859	41.6%	19.2%	26.4%	27.0%
	Thu nhập ngoài lãi	844	2,231	1,184	518	1,334	1,271	949	3,135	25.4%	505.2%	43.1%	36.2%
	CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	2,434	4,067	3,864	3,986	1,693	4,384	4,067	4,182	28.4%	4.9%	26.3%	6.0%
	LN trước thuế và dự phòng	5,095	5,857	5,395	5,429	9,053	7,384	7,236	7,812	29.8%	43.9%	34.1%	34.5%
	Chi phí dự phòng	1,692	1,498	1,738	1,762	2,381	1,506	1,811	1,503	17.2%	-14.7%	10.9%	-3.6%
	LN trước thuế	3,403	4,359	3,657	3,666	6,672	5,878	5,425	6,309	36.8%	72.1%	47.2%	50.8%
		Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019				
Tăng trưởng Tín dụng/Huy động	Tăng trưởng tín dụng	1.6%	6.3%	5.2%	4.0%	0.9%	6.4%	3.5%	1.83%				
	Tăng trưởng huy động	3.5%	3.2%	4.7%	1.3%	4.1%	4.5%	4.1%	3.55%				
	Tỷ lệ nợ xấu	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.08%				
Chất lượng tài sản	Nợ nhóm 2/Tổng tín dụng	0.9%	1.1%	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.59%				
	Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR)	130.7%	121.4%	140.6%	155.5%	165.3%	169.2%	177.5%	188.98%				

Source: FS VCB, MBS Research

- LNTT trong 9 tháng năm 2019 tăng 51% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ: (i) thu nhập ngoài lãi tăng 36% với sự tăng trưởng doanh thu từ phí và bán bảo hiểm, (ii) thu nhập lãi tăng 27% với tăng trưởng tín dụng 12% và NIM được cải thiện 35 bpts và (iii) chi phí hoạt động tăng nhẹ 6%.
- Tỷ lệ nợ xấu được quản lý tốt ở mức 1.08%, VCB tiếp tục duy trì cơ chế kiểm soát rủi ro thận trọng và ngoài ra vẫn tăng tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu lên mức 189% trong 3Q2019.
- Việc hợp tác chiến lược với FWD dự kiến sẽ tạo ra doanh thu bancassurance lớn trong tương lai.

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Ngành điện

“ Tập trung vào nhiệt điện khi thủy điện tiếp tục gặp khó trong 2020 ”

Ngoc Nguyen

(+84) 77 47 01272

Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn

Ngành điện Việt Nam

Tăng trưởng kinh tế hay phát triển môi trường bền vững

Nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân 7%/năm đến 2023, Việt Nam sẽ gia tăng nhu cầu tiêu thụ điện đáng kể.

- Theo Quy hoạch điện VII, nhu cầu đầu tư vốn cả quốc gia lên đến 148 tỷ USD để phát triển nguồn điện và hệ thống truyền tải đến 2030 nhằm đáp ứng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện bình quân 10%/năm. Tuy nhiên, nhu cầu điện gia tăng vượt quá tốc độ mở rộng nguồn điện và có thể dẫn đến rủi ro thiếu điện trong thời gian tới khi tiến độ triển khai các dự án điện mới khá chậm.
- Hiện tại, các dự án cơ sở hạ tầng điện và nguồn điện ở Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào nguồn vốn Chính phủ hoặc hỗ trợ tài chính song phương và đa phương. Sự hạn chế của ngân sách Nhà nước trong việc đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư là một trong những nguyên nhân dẫn đến việc trì hoãn các dự án hiện nay.

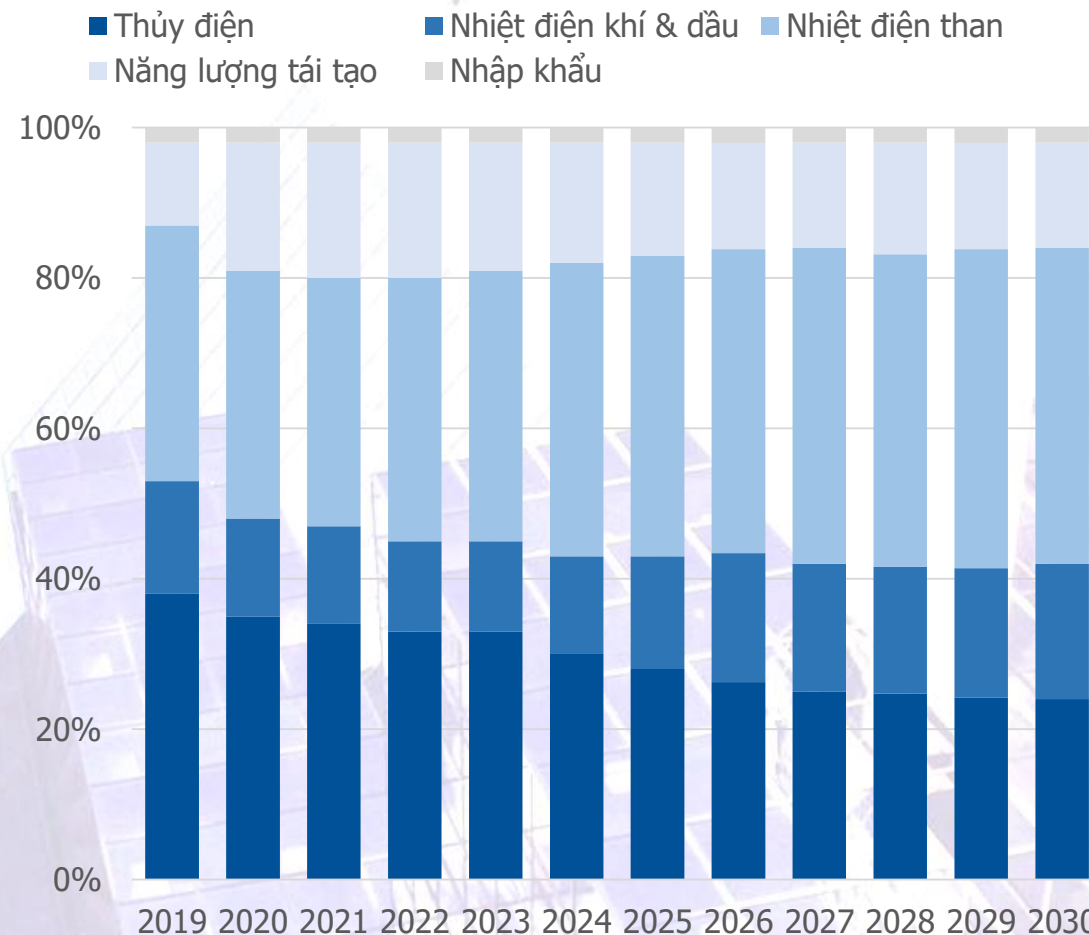
Sản lượng điện nhập khẩu dự kiến gia tăng nhằm hạn chế khả năng thiếu điện của Việt Nam.

- Tuy nhiên, liên quan đến vấn đề an ninh năng lượng, chúng tôi không kỳ vọng việc phụ thuộc vào nguồn điện này trong thời gian dài. Nguồn nhập khẩu chủ yếu từ Lào và một phần nhỏ từ Trung Quốc. T6/2019, Chính phủ Lào đã đồng ý chủ trương bán tối đa 5GW cho Việt Nam vào năm 2030, trước mắt sẽ cung cấp 1GW trong năm 2020, khá cao so với hoạt động xuất khẩu hiện tại chỉ ở mức 300MW.

Chúng tôi cho rằng ngành điện Việt Nam sẽ ngày càng phụ thuộc vào nhiệt điện than, mặc dù điều này sẽ dẫn đến chi phí y tế do ô nhiễm môi trường từ phát thải của than ước khoảng 7 – 9 tỷ USD vào năm 2030.

- Theo Báo cáo Triển vọng Năng lượng Việt Nam 2019 của Cục Điện lực và Năng lượng tái tạo Việt Nam & Cục Năng lượng Đan Mạch thực hiện. Tỷ trọng nhiệt điện than trong tổng công suất phát điện Việt Nam dự kiến tăng từ mức 34% trong 2019 lên mức 42% trong 2030. Trong khi đó, năng lượng tái tạo, đặc biệt là điện gió, và nhiệt điện khí LNG thể hiện tiềm năng đầu tư lớn.

Cơ cấu công suất nguồn điện Việt Nam

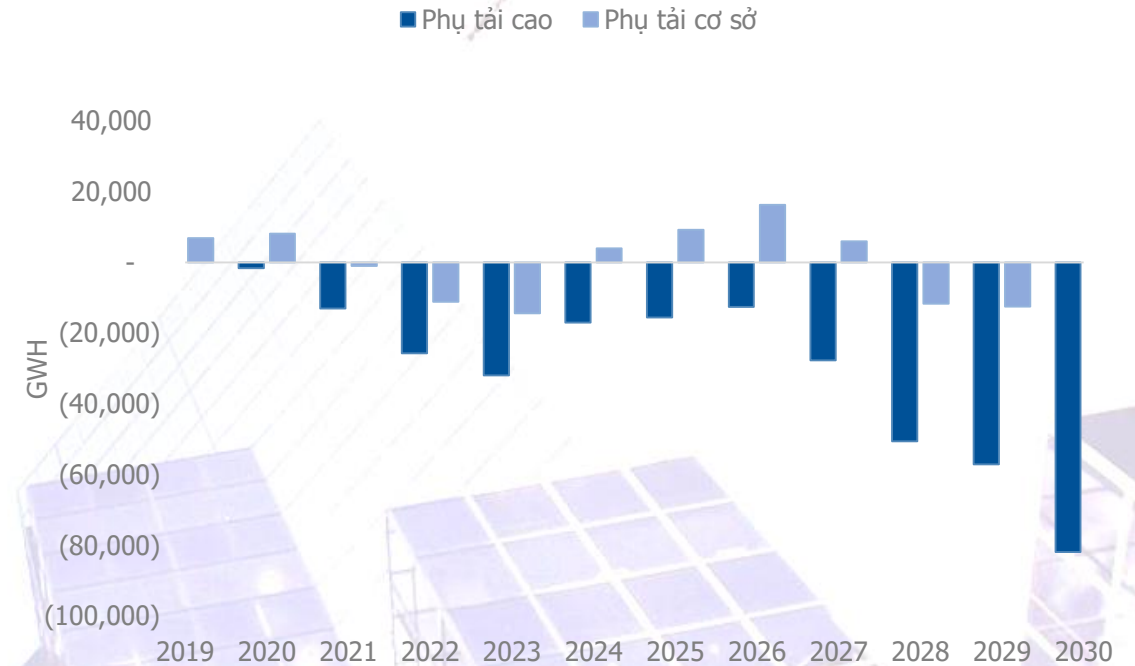


Ngành điện Việt Nam

Tập trung vào nhiệt điện khí thủy điện tiếp tục gặp khó trong 2020

- Trong 2020, EVN dự kiến gia tăng tỷ trọng huy động từ nhóm nhiệt điện và nguồn nhập khẩu, trong khi các nhà máy thủy điện được dự báo sẽ tiếp tục trải qua một năm khó khăn khi mực nước duy trì ở mức thấp tại thời điểm cuối 2019. Một số nhà máy nhiệt điện than trực thuộc EVN như Vĩnh Tân 4 và Vĩnh Tân 2 đã được giao chỉ tiêu số giờ vận hành tối thiểu 7,000 giờ, cao hơn 8% so với mức vận hành thông thường. Về hoạt động đầu tư, chúng tôi cho rằng tiến độ phê duyệt các dự án mới tiếp tục trì hoãn trước khi Quy hoạch điện VIII được ban hành dự kiến vào tháng 10/2020. Quy hoạch mới sẽ chi tiết kế hoạch phát triển năng lượng Việt Nam trong giai đoạn 2021 – 2030 và tầm nhìn đến 2045.
- Về quan điểm đầu tư, trong ngắn hạn, chúng tôi tập trung vào các cổ phiếu NT2 (CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2) và HND (CTCP Nhiệt điện Hải Phòng). Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp này có khả năng đạt tỷ lệ huy động điện cao khi sản lượng từ thủy điện sụt giảm. Bên cạnh đó, với bản chất cổ phiếu phòng thủ, NT2 và HND thường duy trì tỷ suất cổ tức ở mức 6% - 11%/năm.
- Đối với triển vọng tăng trưởng trung hạn, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu REE (CTCP Cơ Điện Lạnh) với kỳ vọng sự đóng góp từ dự án điện gió 48 MW từ năm 2022. Chúng tôi nhìn nhận REE là cổ phiếu phù hợp với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro thấp với khả năng tăng trưởng lợi nhuận ổn định và tỷ suất cổ tức bình quân 4% - 5%/năm. Về triển vọng tăng trưởng dài hạn, chúng tôi kỳ vọng các dự án nhiệt điện khí Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 (NT3 & NT4, 2x750MW) hoạt động lần lượt vào năm 2023 và 2024 sẽ đóng góp khả năng tăng trưởng tốt cho POW (Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam).

Khả năng thiếu điện của Việt Nam



Source: EVN, MBS Research

2020

- Yếu tố thuận lợi:** Khả năng huy động nguồn năng lượng nhiệt điện trong giai đoạn khó khăn đối với thủy điện.
- Cổ phiếu khuyến nghị: HND, POW, REE**
 - Có tính phòng thủ
 - Tỷ suất lợi tức hàng năm đạt khoảng 6% - 11%

2022

- Yếu tố thuận lợi:** Biểu giá điện hỗ trợ theo Quyết định số 39/2018/QĐ-TTg kéo dài từ nay tới tháng 11/2021 cho các dự án điện gió.
- Cổ phiếu khuyến nghị: REE**
 - Sự đóng góp của các dự án điện gió 48 MW từ năm 2022
 - Tỷ suất lợi tức hàng năm đạt khoảng 4% - 5%

2023

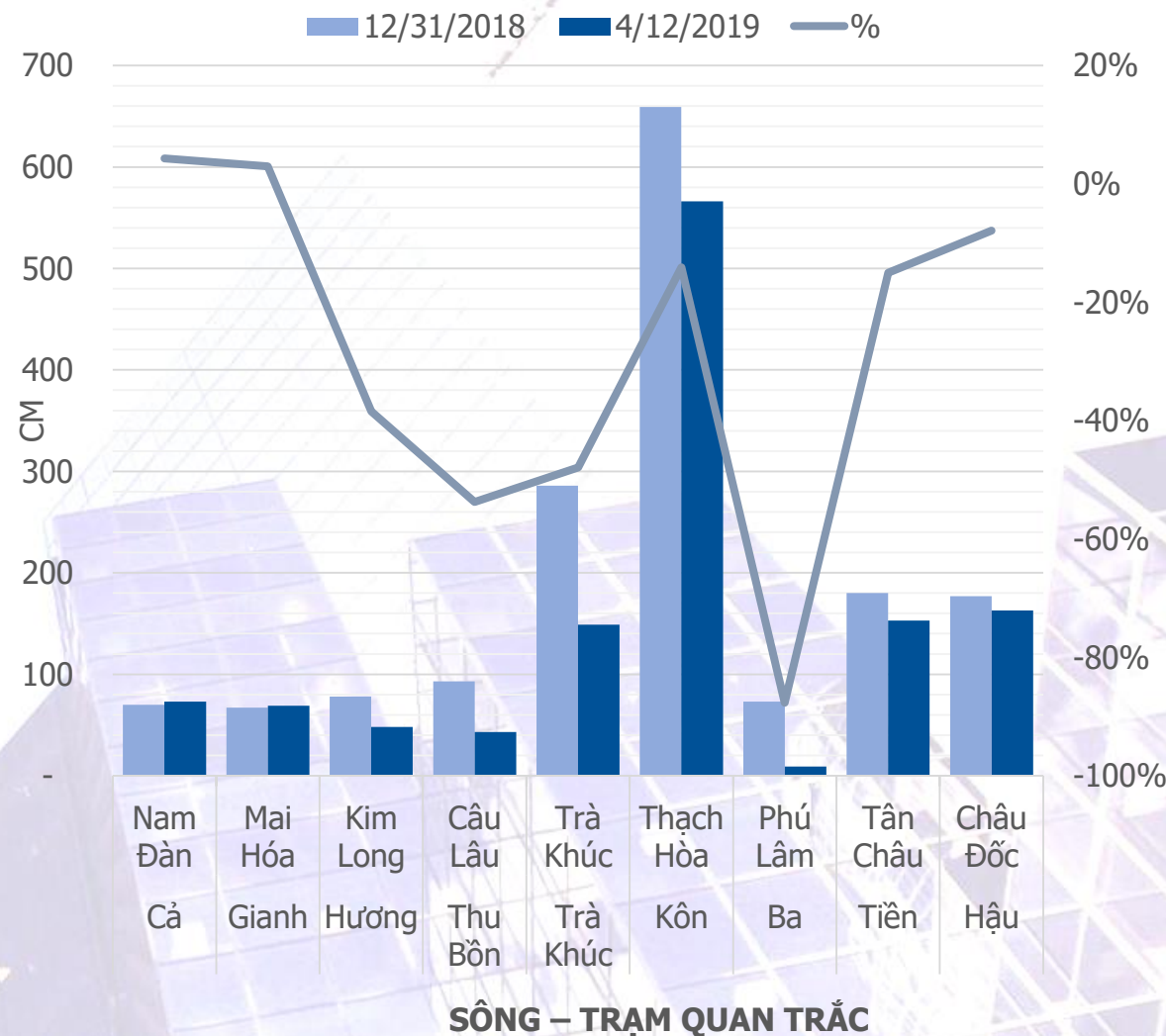
- Yếu tố thuận lợi:** Dưới nguy cơ thiếu hụt nguồn điện trong nước, chính phủ được kỳ vọng sẽ ưu tiên phát triển các dự án LNG nhờ lợi thế cạnh tranh về giá bán điện, tránh được những xung đột chính trị và các vấn đề tài chính trong ngắn hạn.
- Cổ phiếu khuyến nghị: POW**
 - Hai dự án nhiệt điện khí Nhơn Trạch 3&4 (2x750MW) lần lượt đi vào hoạt động từ năm 2023 và 2024.

Ngành điện Việt Nam

Lượng mưa thấp trong 2019 dẫn đến rủi ro cho hoạt động thủy điện trong 2020

- **Tỷ trọng thủy điện trong tổng công suất dự kiến giảm từ 38% trong 2019 còn 24% trong 2030.** Nguồn phát triển thủy điện đã được khai thác đáng kể. Hiện nay chỉ còn một số dự án mở rộng tại các nhà máy Hòa Bình (phát triển thêm 480 MW), Ialy (360 MW) và Trị An (200 MW) dự kiến đưa vào vận hành trước 2025.
- **Việc phát triển các dự án thủy điện nhỏ cũng bị hạn chế do những lo ngại về vấn đề môi trường.** Tháng 11/2019, Bộ Công Thương (BCT) ban hành Thông tư 29/2019/TT-BCT sửa đổi, bổ sung Thông tư 32/2014/TT-BCT và Thông tư 06/2016/TT-BCT về việc áp dụng biểu giá chi phí tránh được (ACT) và Hợp đồng mua bán điện mẫu cho các nhà máy thủy điện nhỏ (ACT PPA), có hiệu lực từ 1/1/2020. Theo đó, các cụm thủy điện bậc thang trên cùng một dòng sông có tổng công suất lắp đặt các nhà máy nhỏ hơn hoặc bằng 60 MW sẽ không áp dụng ACT, chỉ áp dụng ACT tính trên các nhà máy riêng lẻ có công suất tối đa 30 MW. Đối với các cụm thủy điện bậc thang đã ký ACT PPA trước thời điểm Thông tư 29 có hiệu lực thì tiếp tục thực hiện theo PPA đã ký.
- **Tình hình sản xuất thủy điện có khả năng sụt giảm đáng kể ít nhất trong 6 tháng đầu 2020 với mực nước khá thấp tại thời điểm cuối 2019.** Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia, lượng mưa trong năm 2019 thấp hơn 20% - 50% so với trung bình nhiều năm dưới tác động của hiện tượng El Niño trong nửa đầu năm 2019, dẫn đến mực nước các hồ thủy điện sụt giảm. Mực nước của một số sông chính tại khu vực miền Trung và miền Nam vào đầu tháng 12/2019 thấp hơn 29% so với thời điểm cuối 2018.

Mực nước tại khu vực miền Trung và miền Nam

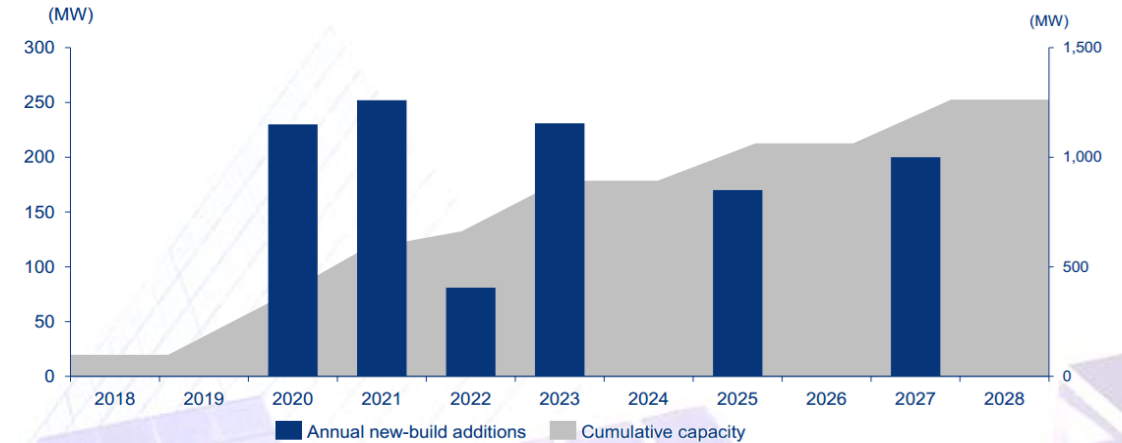


Ngành điện Việt Nam

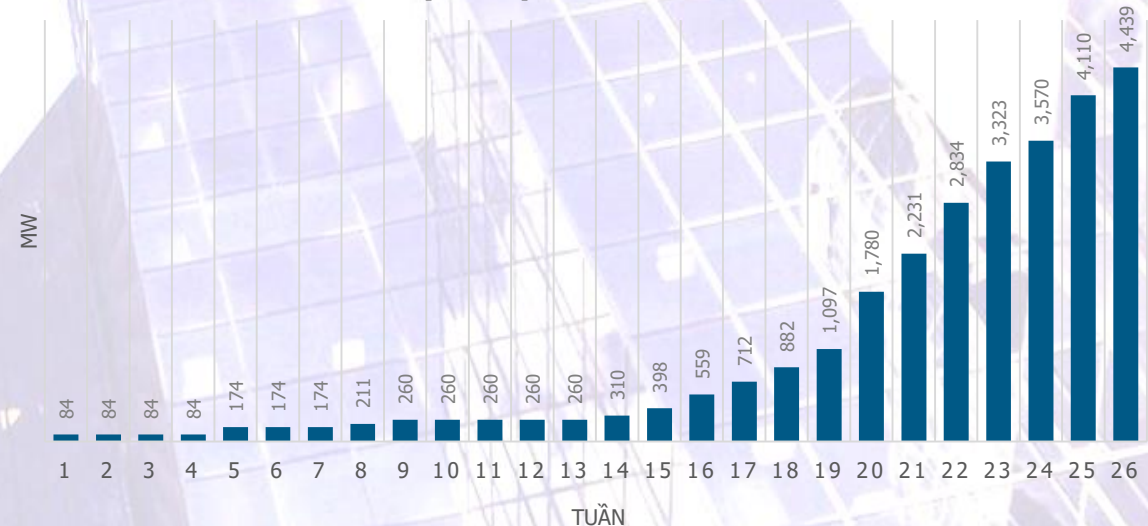
Tăng trưởng năng lượng tái tạo phụ thuộc vào tính khả thi các dự án sau khi chấm dứt cơ chế giá cố định

- Tỷ trọng mảng năng lượng tái tạo trong tổng công suất dự kiến có bước nhảy đáng kể từ 11% trong 2019 lên 18% trong 2021 với sự phát triển của các dự án điện gió đến trước tháng 11/2021 nhằm hưởng cơ chế giá khuyến khích (Feed in Tariff - FIT) theo Quyết định 39/2018/QĐ-TTg. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng có khả năng hạ nhiệt khi kết thúc cơ chế FIT và chuyển sang hình thức đấu thầu cho các dự án mới. Tỷ trọng mảng năng lượng tái tạo dự kiến còn 14% vào năm 2030.
- Sự phát triển các dự án điện mặt trời gần như tạm ngừng khi cơ chế FIT theo Quyết định 11/2017/QĐ-TTg hết hiệu lực vào 30/06/2019 và tình trạng quá tải công suất truyền tải tại các tỉnh Ninh Thuận và Bình Thuận chưa được giải quyết. Đến thời điểm hiện tại, quyết định chính thức về cơ chế phát triển điện mặt trời vẫn chưa ban hành. Tuy nhiên, Thủ tướng Chính phủ (TTCP) đã đồng ý chủ trương duy trì cơ chế FIT cho các dự án điện mặt trời vận hành thương mại đến hết 2020 và chuyển sang cơ chế đấu thầu từ 2021.
- Trường hợp giá FIT đôi với các dự án điện mặt trời mặt đất trong 2020 ở mức 7.09 US cent/kWh theo dự thảo cuối cùng của BCT trình TTCP trong tháng 9/2019, chúng tôi cho rằng suất sinh lời của các dự án mới sẽ sụt giảm đáng kể với IRR từ 14% còn 8% trừ khi vốn đầu tư có khả năng điều chỉnh giảm tương ứng. Giá FIT dự kiến vẫn khá thuận lợi cho các dự án điện mặt trời áp mái ở mức 9.35 US cent/kWh và tương đối phù hợp cho các dự án điện mặt trời nổi ở mức 7.69 US cent/kWh. Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy thủy điện sẽ cân nhắc đầu tư dự án điện mặt trời nổi trong 2020 dựa trên các yếu tố hỗ trợ: (i) khả năng tiết giảm chi phí giải phóng mặt bằng, (ii) xây dựng và sử dụng chung trạm biến áp và đường dây truyền tải của các nhà máy thủy điện hiện hữu và (iii) pin được làm mát dẫn đến hiệu suất hoạt động dự kiến cải thiện 11% - 12% so với điện mặt trời tiếp đất.
- Về vấn đề quá tải đường dây truyền tải ở các tỉnh Ninh Thuận và Bình Thuận, Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia và Tổng công ty Điện lực miền Nam đang lên kế hoạch mở rộng công suất truyền tải. Chúng tôi cho rằng vấn đề này sẽ được giải quyết trong năm 2020, tuy nhiên, việc nâng cấp hệ thống có khả năng chỉ phù hợp cho lượng công suất đã được phê duyệt tính đến thời điểm hiện tại. Vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng việc phát triển các dự án mới tại khu vực này cho đến khi có các kế hoạch phát triển công suất truyền tải tiếp theo.

Triển vọng phát triển điện gió trên biển Việt Nam



PHÁT TRIỂN ĐIỆN MẶT TRỜI 6 THÁNG ĐẦU 2019

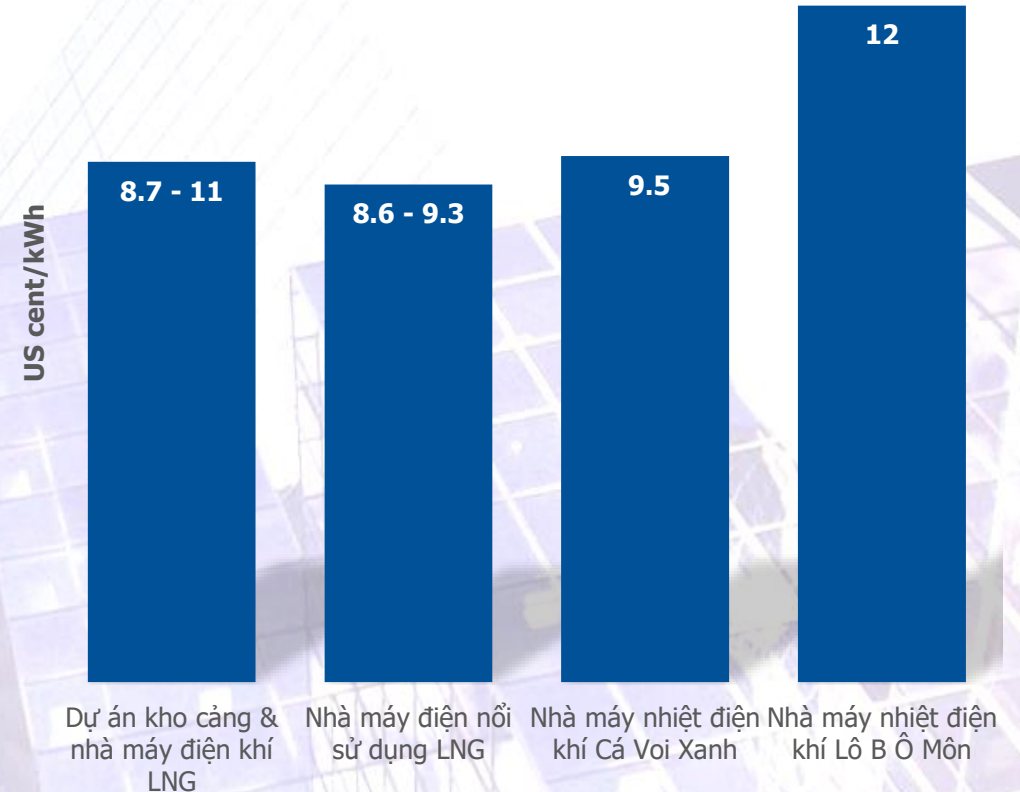


Ngành điện Việt Nam

Lĩnh vực điện khí LNG được NĐTNN đặc biệt quan tâm

- **Nhiệt điện khí tiếp tục là một trong các nguồn năng lượng chính với tỷ trọng 18% trong tổng công suất điện vào năm 2030.** Trong đó, khả năng tăng trưởng tập trung từ giai đoạn 2024 trở đi khi các mỏ khí mới và các cụm dự án kho cảng khí LNG được phát triển tạo tiền đề cho các nhà máy như Ô Môn III & IV, Dung Quất I, Miền Trung I & II, NT3 & NT4 và Sơn Mỹ đi vào hoạt động. Tuy nhiên, trong ngắn hạn khi chưa phát triển được nguồn nguyên liệu mới, tỷ trọng của mảng nhiệt điện khí dự kiến giảm từ 15% trong 2019 còn 12% trong 2022.
- **Trữ lượng các mỏ khí hiện tại đang dần cạn kiệt, trong khi nỗ lực gia tăng nguồn khí phải đối mặt với những khó khăn trong bối cảnh giá dầu bất ổn,** hoạt động thăm dò khai thác bị chững lại và vấn đề tài chính của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Áp lực từ phía Trung Quốc đối với các hoạt động ngoài khơi Việt Nam, gần khu vực tranh chấp Biển Đông, dẫn đến việc tạm ngưng triển khai một số dự án. Trong bối cảnh đó, việc sử dụng LNG được xem là hướng đi mới cho ngành điện khí Việt Nam.
- **Tổng Công ty Khí Việt Nam (HOSE: GAS) đã ký hợp đồng EPC cho dự án Kho cảng LNG Thị Vải với tổng thầu Samsung C&T và Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS), và hợp đồng cung cấp LNG cho dự án NT3 & NT4 của POW xây dựng tại khu vực tỉnh Đồng Nai.** Dự án NT3 và NT4 dự kiến hoạt động lần lượt từ Q4/2022 và Q4/2023 nhằm đáp ứng nhu cầu năng lượng ngày càng cao của khu vực Đông Nam Bộ.
- **Tiếp theo dự án Thị Vải, trong năm 2019, nhiều nhà đầu tư nước ngoài cũng thể hiện sự quan tâm đối với mảng nhiệt điện khí LNG Việt Nam** như Korean Gas Corporation, Tokyo Gas và Marubeni Corporation, Gulf Energy Development, T&T Group và Gen X Energy, và Siemens.
- **Cân nhắc giữa việc phát triển các dự án nhiệt điện sử dụng nguồn khí từ các mỏ mới như cá Voi Xanh hay Lô B Ô Môn và việc phát triển các dự án nhiệt điện khí LNG,** chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ có sự ưu tiên hơn đối với các dự án LNG dựa trên (i) giá bán điện dự kiến tương đối cạnh tranh so với giá bán điện khí từ các mỏ phát triển mới và (ii) tạm tránh được các rủi ro chính trị và các khó khăn tài chính để phát triển dự án trong ngắn hạn.

So sánh giá bán điện giữa các dự án nhiệt điện khí



Source: EVN, MBS Research

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (UPCoM: HND)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 14,700 VNĐ (+3%)

Luận điểm đầu tư

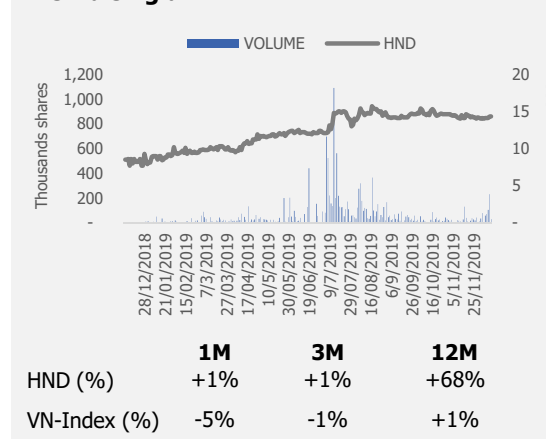
Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu HND với giá mục tiêu 14,700 đồng/CP (+3% upside). Mặc dù kết quả lợi nhuận dự kiến thấp hơn trong 2020, HND, với bản chất cổ phiếu phòng thủ, kỳ vọng duy trì mức tỷ suất cổ tức 6% - 8%/năm cho giai đoạn 2019 – 2022 và có khả năng cải thiện lên mức 18% từ năm 2023.

- Lợi nhuận ròng Q4/2019 dự phóng đạt 326 tỷ đồng (+33% cùng kỳ). Theo HND, EVN dự kiến huy động thêm 100 triệu kWh sản lượng Qc trong Q4/2019, nâng tổng sản lượng điện cả năm của HND ước đạt 2.2 tỷ kWh (+31% cùng kỳ). Theo đó, lợi nhuận ròng cả năm 2019 dự báo ở mức 933 tỷ đồng, gấp 2.2 lần kết quả 2018 và 2.4 lần kế hoạch năm.
- Lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính dự kiến cải thiện 14% so với cùng kỳ lên mức 917 tỷ đồng, tuy nhiên, kết quả lợi nhuận ròng có khả năng ghi nhận mức giảm 12% so với cùng kỳ. Dự phóng của chúng tôi không bao gồm lợi nhuận bất thường từ các khoản hoàn lỗ tỷ giá của EVN từ 2020 trở đi. Việc tiết giảm 38% chi phí sửa chữa lớn và 30% chi phí lãi vay so với 2019 góp phần duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 14% và cải thiện lợi nhuận cơ bản cho HND trong 2020.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng khá biến động trong giai đoạn 2021 – 2024. Lợi nhuận ròng 2021 ước giảm 25% cùng kỳ. Giá bán điện hợp đồng dự kiến giảm 2% trong 2021 do điều chỉnh giá cố định sau khi hết thời gian chạy profile của nhà máy Hải Phòng 2. Trong 2023 và 2024, tăng trưởng lợi nhuận ròng ước đạt lần lượt 110% và 22% nhờ chi phí khấu hao giảm mạnh.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng cổ tức DDM và P/E để xác định giá mục tiêu của HND. Cổ phiếu HND đang được giao dịch tại mức P/E forward 2019 là 9x và 2020 là 10x, thấp hơn 4% so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi lưu ý kết quả lợi nhuận ròng thấp hơn trong 2020 (mặc dù có sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh chính) có khả năng làm giảm độ hấp dẫn của cổ phiếu này. Các cổ đông lớn đang nắm giữ 93% cổ phần HND, dẫn đến rủi ro thanh khoản cổ phiếu thấp.

Diễn biến giá



Ngày cập nhật	11/12/2019
Thị giá	VND 14,300
Giá mục tiêu	VND 14,700
Upside	3%
Bloomberg	HND VN
Vốn hóa	VND 7,150 tỷ USD 308 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 7,700 VND 15,700
Giá trị giao dịch/ngày	VND 0.7 tỷ USD 0.03 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	0.15%

ĐVT: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	9,527	11,248	10,172	10,037	10,248
EBIT	953	1,366	1,132	809	811
Lợi nhuận ròng	425	933	820	614	686
Lợi nhuận (cơ bản)	892	805	917	674	722
EPS (VND)	850	1,680	1,475	1,104	1,236
Tăng trưởng EPS (%)	7%	98%	-12%	-25%	12%
P/E (x)	17	9	10	13	12
EV/EBITDA (x)	6	4	4	3	3
Cổ tức (VND)	750	750	1,200	900	1,000
Tỷ suất cổ tức (%)	5%	5%	8%	6%	7%
P/B (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
ROE (%)	8%	16%	13%	10%	11%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	130%	93%	57%	26%	-3%

Nguồn: MBS Research

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (UPCoM: HND) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	9,527	11,248	10,172	10,037
Giá vốn hàng bán	7,935	9,696	8,770	8,987
Lợi nhuận gộp	1,592	1,552	1,402	1,050
Doanh thu tài chính	24	22	22	22
Chi phí tài chính	997	417	375	230
Lợi nhuận liên doanh liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	169	177	186	196
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	450	979	863	646
Lợi nhuận khác	-1	3	0	0
Lợi nhuận trước thuế	449	982	863	646
Lợi nhuận sau thuế	425	933	820	614
Lợi nhuận ròng	425	933	820	614
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Tài sản ngắn hạn	3,021	3,688	3,774	4,185
I. Tiền & tương đương tiền	692	740	1,060	1,481
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,967	2,250	2,034	2,007
IV. Hàng tồn kho	356	693	675	691
V. Tài sản ngắn hạn khác	5	5	5	5
Tài sản dài hạn	10,748	8,963	7,171	5,378
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	10,328	8,638	6,853	5,067
1. Tài sản cố định hữu hình	10,327	8,637	6,852	5,066
2. Tài sản cố định vô hình	1	1	1	1
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	168	180	180	180
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1	1	1	1
VI. Tài sản dài hạn khác	252	144	137	130
Tổng tài sản	13,769	12,650	10,944	9,563
Nợ phải trả	8,077	6,493	4,650	3,166
I. Nợ ngắn hạn	2,687	3,069	2,848	2,240
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	825	1,045	1,123	1,264
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,861	2,024	1,725	976
II. Nợ dài hạn	5,391	3,425	1,801	926
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,391	3,425	1,801	926
Vốn chủ sở hữu	5,692	6,157	6,295	6,397
1. Vốn điều lệ	5,000	5,000	5,000	5,000
2. Thặng dư vốn cổ phần	197	197	197	197
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	496	961	1,098	1,200
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	13,769	12,650	10,944	9,563

Chỉ số tài chính	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Định giá				
EPS (VND)	850	1,680	1,475	1,104
BVPS (VND)	11,385	12,314	12,590	12,794
P/E	17	9	10	13
P/B	1.3	1.2	1.1	1.1
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	17%	14%	14%	10%
Biên EBITDA	25%	28%	29%	26%
Biên lợi nhuận ròng	4%	8%	8%	6%
ROE	8%	16%	13%	10%
ROA	2.9%	7.1%	6.9%	6.0%
Tăng trưởng				
Doanh thu	5%	18%	-10%	-1%
Lợi nhuận trước thuế	7%	119%	-12%	-25%
Lợi nhuận ròng	7%	120%	-12%	-25%
EPS	7%	98%	-12%	-25%
Tổng tài sản	-9%	-8%	-13%	-13%
Vốn chủ sở hữu	10%	8%	2%	2%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.1	1.2	1.3	1.9
Thanh toán nhanh	1.0	1.0	1.1	1.6
Nợ/Tài sản	59%	51%	42%	33%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.4	1.1	0.7	0.5
Khả năng thanh toán lãi vay	1.9	3.6	4.2	5.0
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	5.0	5.0	5.0	5.0
Số ngày thu tiền bán hàng	73	73	73	73
Vòng quay hàng tồn kho	15	14	13	13
Số ngày tồn kho	25	26	28	28
Vòng quay các khoản phải trả	9.4	9.4	9.4	9.4
Số ngày phải trả	39	39	39	39

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	1,151	2,329	2,834	2,489
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	9	(103)	7	7
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(491)	(2,178)	(2,522)	(2,075)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	669	48	319	421

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: 40,700 VNĐ (+10%)

Luận điểm đầu tư

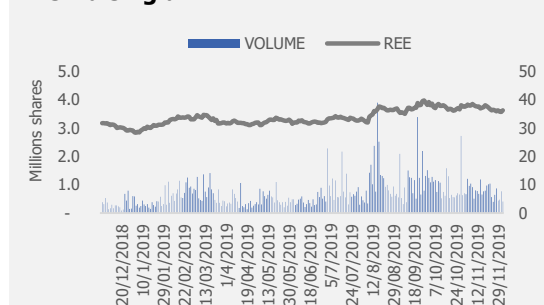
Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với cổ phiếu REE từ MUA về NĂM GIỮ với giá mục tiêu 40,700 đồng/CP (+10% upside) khi thị giá cổ phiếu đã tăng 17% kể từ báo cáo cập nhật của chúng tôi vào tháng 6/2019. Chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng lợi nhuận ổn định và tính minh bạch trong vấn đề quản trị doanh nghiệp của công ty. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng sự cải thiện lợi nhuận đột biến đối với REE. Vì vậy, chúng tôi cho rằng REE là cổ phiếu phù hợp với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro thấp với mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định và tỷ suất cổ tức bình quân 4% - 5%/năm.

- Lợi nhuận ròng 2020 dự phóng tăng 8% so với cùng kỳ, đạt mức 1,872 tỷ đồng. Trong đó, mảng cho thuê văn phòng dự kiến ghi nhận doanh thu 1,004 tỷ đồng (+12% cùng kỳ) và lợi nhuận ròng 532 tỷ đồng (+25% cùng kỳ), sự gia tăng chủ yếu nhờ tỷ lệ lấp đầy 97% của dự án Etown 5 (hoạt động từ Q3/2019). Bên cạnh đó, REE sẽ bắt đầu hợp nhất 2 công ty con bao gồm Thủy điện Mường Hum (MHP, 34.8 MW, lợi nhuận ròng bình quân hàng năm dự phóng 50 tỷ đồng, REE sở hữu 80%) và Phong điện Thuận Bình (TBW, 24 MW, lợi nhuận ròng bình quân hàng năm dự phóng 52 tỷ đồng, REE sở hữu 58%) từ Q4/2019.
- REE dự kiến đầu tư dự án điện gió Trà Vinh 48 MW với mục tiêu vận hành thương mại trước tháng 11/2021 nhằm hưởng mức giá FIT 9.8 US cents/kWh. Dựa trên suất đầu tư dự phóng 41 tỷ đồng/MW (trước VAT) và sản lượng điện hàng năm ở mức 158 triệu kWh, dự án có khả năng đem lại 175 tỷ đồng lợi nhuận ròng và 205 tỷ đồng dòng tiền ròng bình quân hàng năm trong 20 năm vòng đời dự án. IRR dự kiến đạt 17.1%. Dự phóng của chúng tôi chưa bao gồm khả năng M&A và phát triển một số dự án mới cũng như các khoản hoàn tỷ giá đối với các công ty điện trong danh mục đầu tư.

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp FCFE để xác định giá mục tiêu của REE. REE hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 và 2020 là 6x, thấp hơn 14% so với mức bình quân 5 năm của CP này (7x). Chúng tôi lưu ý những thông tin tích cực về các cơ hội M&A và đầu tư trong thời gian tới có thể tạo rủi ro tăng trưởng thị giá so với giá mục tiêu của chúng tôi.

Diễn biến giá



	1M	3M	12M
REE (%)	-5%	+1%	+15%
VN-Index (%)	-5%	-1%	+1%

Ngày cập nhật	Dec 12, 2019
Thị giá	VND 37,050
Giá mục tiêu	VND 40,700
Upside	10%
Bloomberg	REE VN
Vốn hóa	VND 11,487bn
	USD 494mn
Diễn biến giá 52 tuần	VND 28,300
	VND 39,700
Giá trị giao dịch/ngày	VND 25bn
	USD 1.1mn
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	49%

ĐVT: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	5,101	5,471	5,903	6,335	6,623
EBIT	2,345	2,485	2,694	3,084	3,004
Lợi nhuận ròng	1,784	1,727	1,872	2,196	2,131
Lợi nhuận (cơ bản)	1,588	1,627	1,872	2,196	2,131
EPS (VND)	5,754	5,561	5,995	7,041	6,830
Tăng trưởng EPS (%)	30%	-3%	8%	17%	-3%
P/E (x)	6	7	6	5	5
EV/EBITDA (x)	6	6	6	5	2
Cổ tức (VND)	1,599	1,800	1,600	1,600	1,600
Tỷ suất cổ tức (%)	4%	5%	4%	4%	4%
P/B (x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE (%)	19%	16%	16%	17%	14%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	37%	46%	40%	42%	36%

Nguồn: MBS Research

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE) – Phụ Lục



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	5,101	5,471	5,903	6,335
Giá vốn hàng bán	3,873	4,002	4,037	4,301
Lợi nhuận gộp	1,228	1,469	1,866	2,034
Doanh thu tài chính	304	405	313	313
Chi phí tài chính	111	382	470	492
Lợi nhuận liên doanh liên kết	999	893	881	1,136
Chi phí bán hàng	99	86	118	127
Chi phí quản lý	215	227	250	275
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	2,106	2,072	2,223	2,590
Lợi nhuận khác	12	11	11	11
Lợi nhuận trước thuế	2,118	2,083	2,234	2,601
Lợi nhuận sau thuế	1,884	1,851	1,988	2,315
Lợi nhuận ròng	1,784	1,727	1,872	2,196
Lợi ích cổ đông thiểu số	100	124	116	119

Bảng cân đối kế toán	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Tài sản ngắn hạn	5,988	8,557	9,094	8,849
I. Tiền & tương đương tiền	1,865	2,341	2,688	2,218
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,139	1,700	1,700	1,700
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,966	2,487	2,683	2,880
IV. Hàng tồn kho	969	1,906	1,922	2,048
V. Tài sản ngắn hạn khác	49	123	101	4
Tài sản dài hạn	9,512	10,029	11,088	13,389
I. Các khoản Phải thu dài hạn	34	34	34	34
II. Tài sản cố định	445	397	347	2,221
1. Tài sản cố định hữu hình	415	368	320	2,196
2. Tài sản cố định vô hình	30	29	27	25
III. Bất động sản đầu tư	1,602	1,837	1,708	1,580
IV. Tài sản dở dang dài hạn	153	7	989	1,007
V. Đầu tư tài chính dài hạn	6,992	7,469	7,724	8,262
VI. Tài sản dài hạn khác	286	286	286	286
Tổng tài sản	15,500	18,586	20,182	22,238
Nợ phải trả	5,571	7,493	7,728	8,099
I. Nợ ngắn hạn	3,056	3,161	3,206	3,436
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,945	2,223	2,243	2,390
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,111	938	964	1,046
II. Nợ dài hạn	2,515	4,331	4,521	4,663
1. Các khoản phải trả dài hạn	445	445	445	445
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,070	3,886	4,076	4,218
Vốn chủ sở hữu	9,929	11,093	12,454	14,139
1. Vốn điều lệ	3,101	3,101	3,101	3,101
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	5,168	6,332	7,693	9,378
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	610	610	610	610
Tổng nguồn vốn	15,500	18,586	20,182	22,238

Chỉ số tài chính	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Định giá				
EPS (VND)	5,754	5,561	5,995	7,041
BVPS (VND)	32,018	35,774	40,162	45,596
P/E	6	7	6	5
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	24%	27%	32%	32%
Biên EBITDA	49%	49%	49%	53%
Biên lợi nhuận ròng	35%	32%	32%	35%
ROE	19%	16%	16%	17%
ROA	12%	10%	10%	10%
Tăng trưởng				
Doanh thu	2%	7%	8%	7%
EBITDA	30%	7%	10%	15%
Lợi nhuận trước thuế	23%	-2%	7%	16%
Lợi nhuận ròng	30%	-3%	8%	17%
EPS	30%	-3%	8%	17%
Tổng tài sản	8%	20%	9%	10%
Vốn chủ sở hữu	14%	12%	12%	14%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.96	2.71	2.84	2.58
Thanh toán nhanh	1.64	2.10	2.24	1.98
Nợ/Tài sản	36%	40%	38%	36%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.56	0.68	0.62	0.57
Khả năng thanh toán lãi vay	10.58	6.23	5.51	6.03
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3	2	2	2
Số ngày thu tiền bán hàng	111	166	166	166
Vòng quay hàng tồn kho	3	2	2	2
Số ngày tồn kho	119	174	174	174
Vòng quay các khoản phải trả	2	2	2	2
Số ngày phải trả	198	203	203	203

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	91	(455)	769	898
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(219)	(154)	(142)	(1,096)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(403)	1,085	(281)	(272)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(531)	476	346	(470)

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

MUA; Giá mục tiêu: 15,600 VNĐ (+24%)

Luận điểm đầu tư

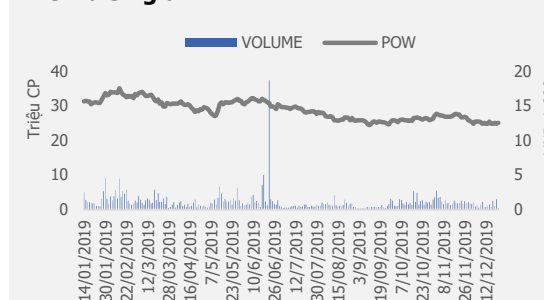
Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với POW với giá mục tiêu 15,600 đồng/CP (upside 24%).

- **Lợi nhuận ròng dự kiến tăng trưởng bình quân 8%/năm trong giai đoạn 2020 – 2022** chủ yếu nhờ tiết giảm chi phí lãi vay, sau đó cải thiện lên mức 13%/năm trong giai đoạn 2023 – 2025 từ dự án nhiệt điện khí Nhơn Trạch 3 (NT3) và Nhơn Trạch 4 (NT4).
- **P/E forward cho giai đoạn 2020 – 2021 ở mức 11x, thấp hơn 34% so với P/E VN-Index ở mức 16.6x.** Trong 2020, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng tăng 10% nhờ sự cải thiện nhẹ sản lượng điện (+1% cùng kỳ). Trong đó, sản lượng nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 ước tăng 8% nhờ sản lượng than nhập khẩu, bù đắp cho sự sụt giảm 4% sản lượng ở 2 nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1 (NT1) và Nhơn Trạch 2 (NT2) khi tiến hành trung tu định kỳ. Chúng tôi lưu ý chi phí khấu hao nhà máy NT1 dự kiến giảm khoảng 330 tỷ đồng trong 2020 sẽ góp phần hạn chế yếu tố lợi nhuận thấp hơn của nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau 1&2. Năm 2021, lợi nhuận ròng dự phóng giảm nhẹ 4% khi thực hiện đại tu các nhà máy Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1. Năm 2022, sản lượng tăng trưởng trở lại 6% sau kỳ đại tu sẽ giúp thúc đẩy lợi nhuận ròng tăng 18% cùng kỳ.
- **POW dự kiến đầu tư nhà máy NT3 & NT4 với tổng công suất 1,500 MW (+36%).** Chúng tôi dự kiến những dự án này sẽ hoạt động lần lượt vào 2023 và 2024. Với mức giá bán dự phóng 2,025 đồng/kWh, bình quân một dự án sẽ đóng góp khoảng 807 tỷ đồng/năm trong vòng đời dự án 25 năm. IRR ước đạt 11%.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE (Re 13.2%, g 2%) để xác định giá mục tiêu của POW ở mức 15,600 đồng/CP, tương ứng với P/E mục tiêu trong 2020 ở mức 13x và 2021 ở mức 12x. Cổ phiếu POW đang được giao dịch tại mức P/E forward 2019 là 11x và 2020 là 10x.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
POW (%)	-6%	-1%	-20%
VN-Index (%)	0%	-1%	+7%

Ngày cập nhật	23/12/2019
Thị giá	VND 12,550
Giá mục tiêu	VND 15,600
Upside	24%
Bloomberg	POW VN
Vốn hóa	VND 29,273 tỷ
	USD 1,260 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 12,200
	VND 17,500
Giá trị giao dịch/ngày	VND 33 tỷ
	USD 1.4 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	14%

ĐVT: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	32,662	35,447	35,480	35,676	38,743
EBIT	3,799	4,332	4,459	4,098	4,556
Lợi nhuận ròng	1,921	2,700	2,965	2,860	3,368
Lợi nhuận (cơ bản)	1,981	2,688	3,013	2,877	3,354
EPS (VND)	814	1,116	1,226	1,182	1,393
Tăng trưởng EPS (%)	-14%	37%	10%	-4%	18%
P/E (x)	15	11	10	11	9
EV/EBITDA (x)	7.5	7.6	7.8	8.4	7.9
Cổ tức (VND)	-	300	500	500	500
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	2%	4%	4%	4%
P/B (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE (%)	7%	10%	10%	9%	10%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	105%	81%	86%	97%	111%

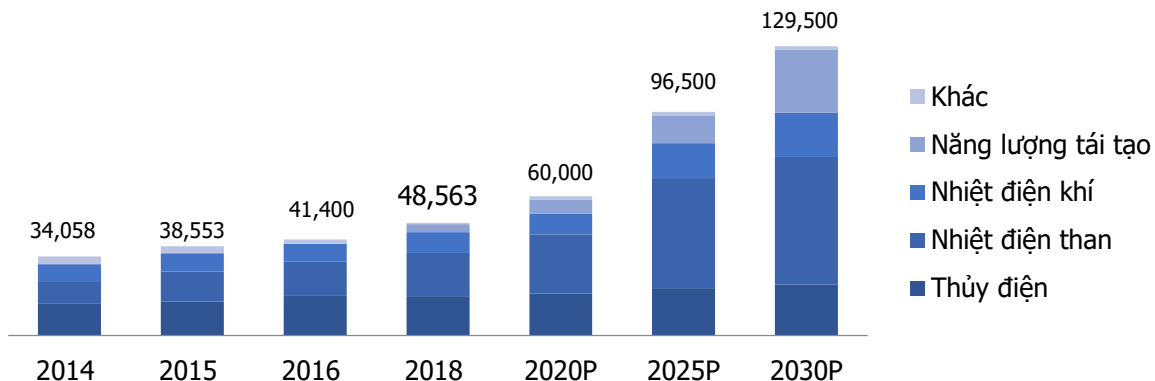
Nguồn: MBS Research

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

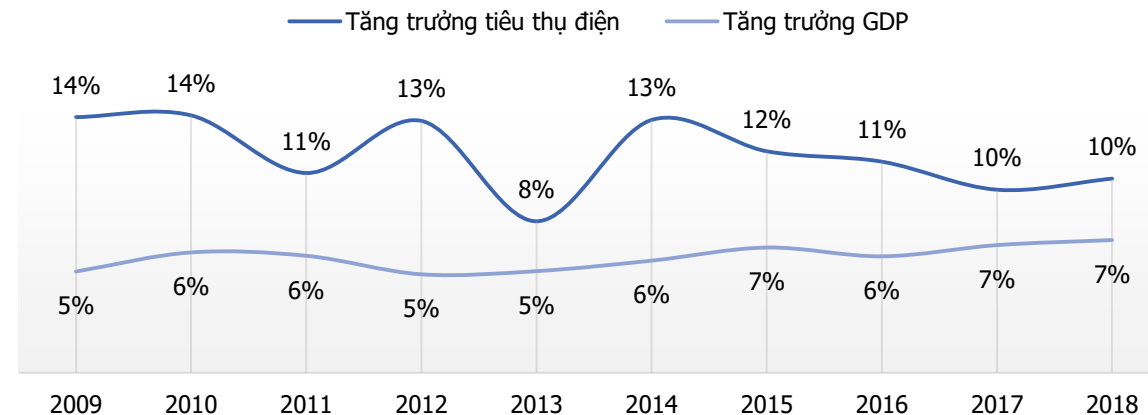
MUA; Giá mục tiêu: 15,600 VNĐ (+24%)

Hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng và khả năng thiếu hụt điện tại khu vực miền Nam

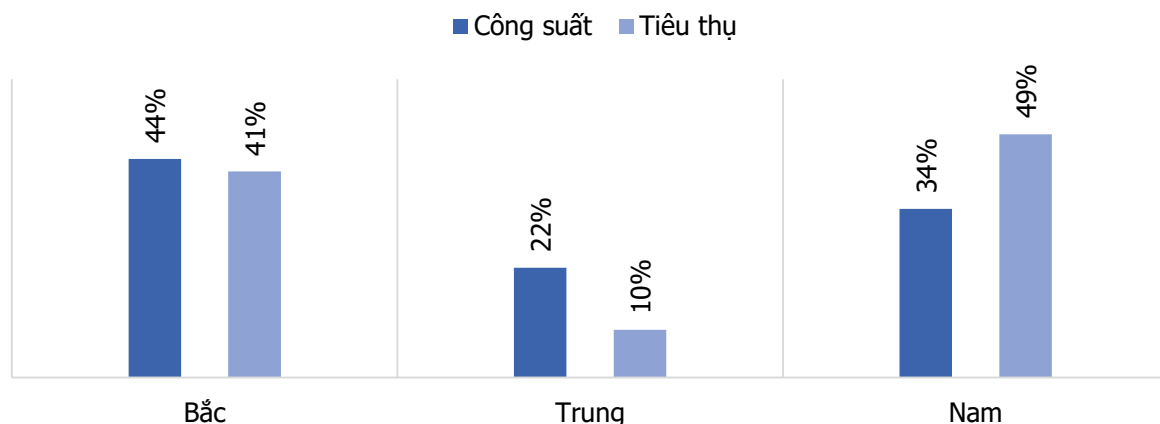
Công suất điện Việt Nam (MW)



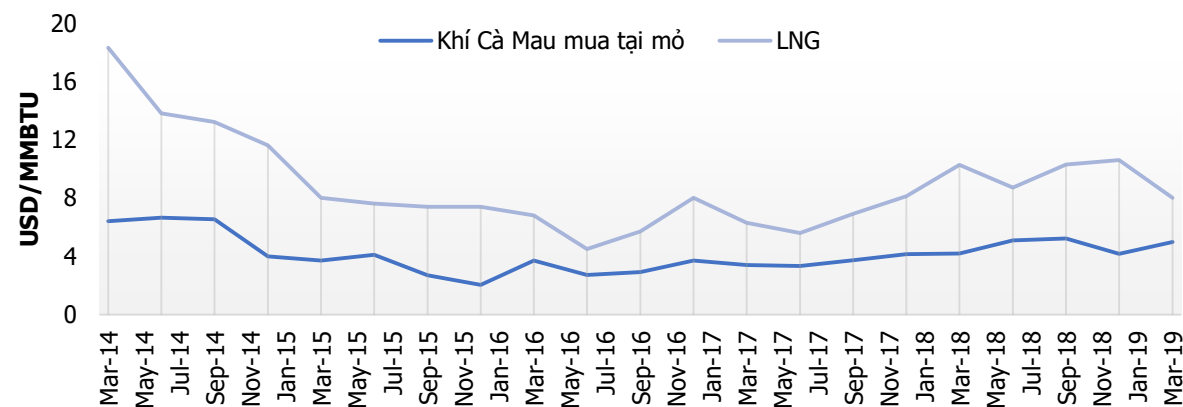
Tăng trưởng tiêu thụ điện & GDP Việt Nam



Tỷ trọng công suất lắp đặt & tiêu thụ điện theo miền



Giá khí Việt Nam & LNG



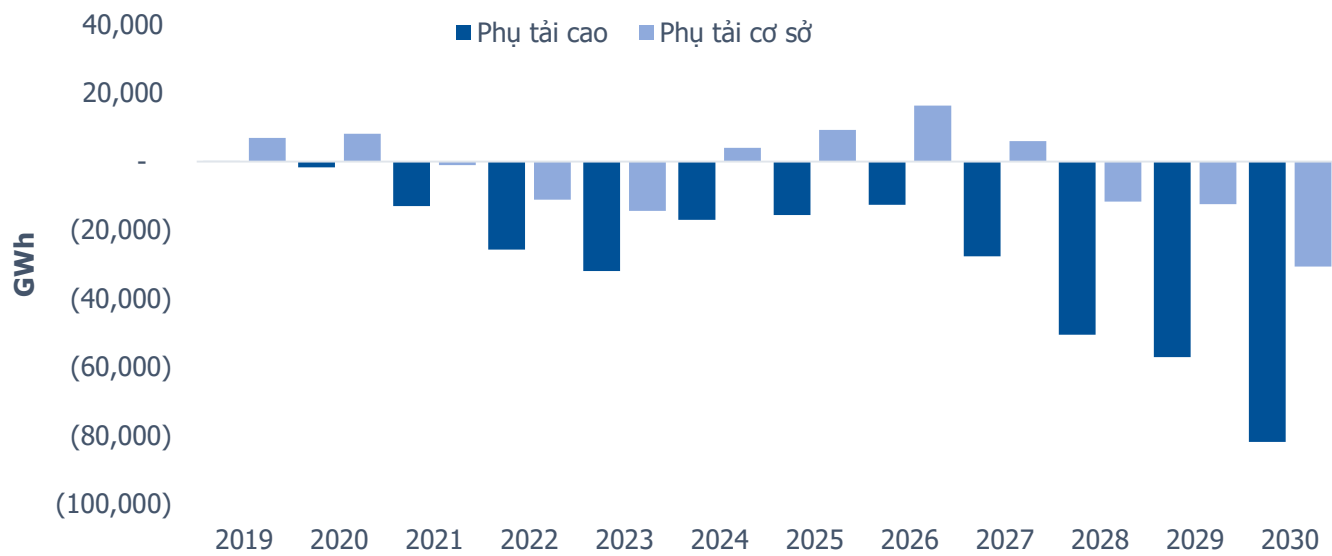
Nguồn: GSO, MBS Research

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

MUA; Giá mục tiêu: 15,600 VNĐ (+24%)

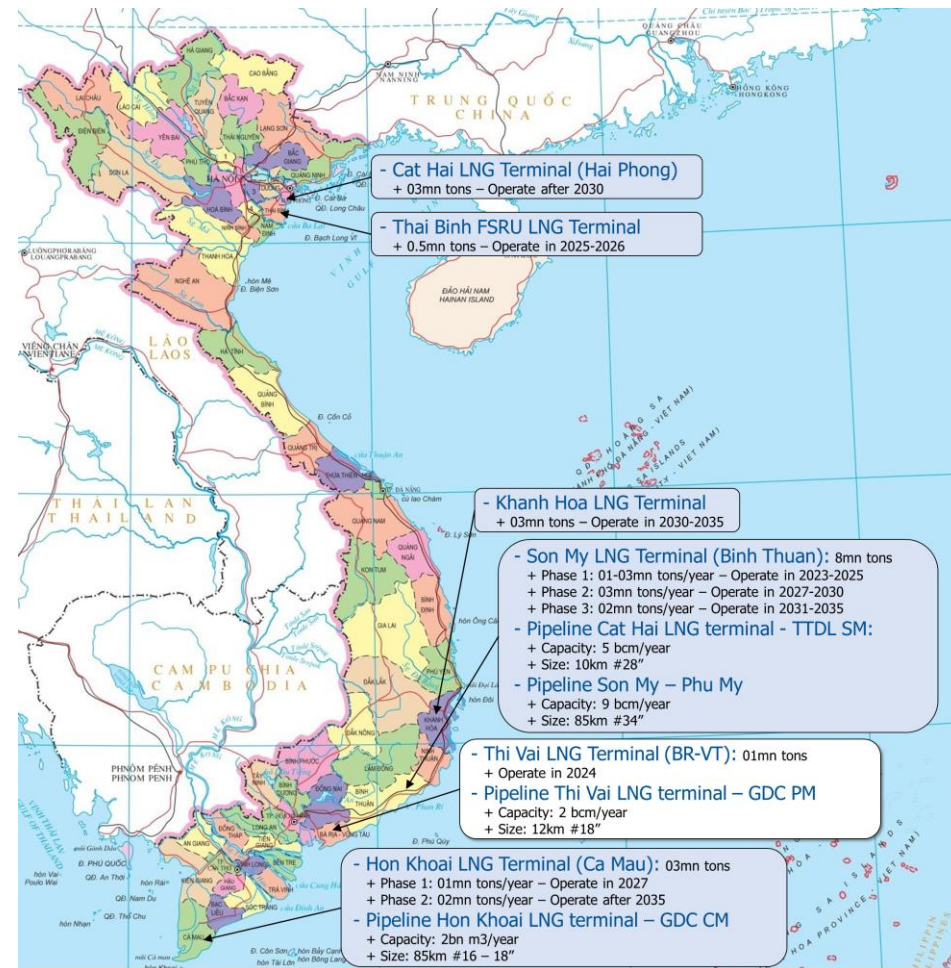
Hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng và khả năng thiếu hụt điện tại khu vực miền Nam

Khả năng thiếu điện của Việt Nam



Các cụm dự án khó cảng LNG và nhiệt điện mới					
Dự án	Nhà đầu tư	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Công suất LNG (triệu tấn/năm)	Công suất điện (MW)	Triển khai
Cái Mép	T&T Group và Gen X Energy	6.0	9.0	6,000	Giai đoạn 1: vận hành 2023 Giai đoạn 2: vận hành 2026 Giai đoạn 13 vận hành 2030
Long Sơn	GENCO 3	4.4	3.5	3,600	Phát triển theo 3 giai đoạn trong 2019 – 2025
Cà Ná	Gulf Energy Development	7.8	6.0	6,000	
Vũng Áng	Siemens	1.5 – 1.8		1,200 – 1,500	

Các dự án kho cảng LNG Việt Nam



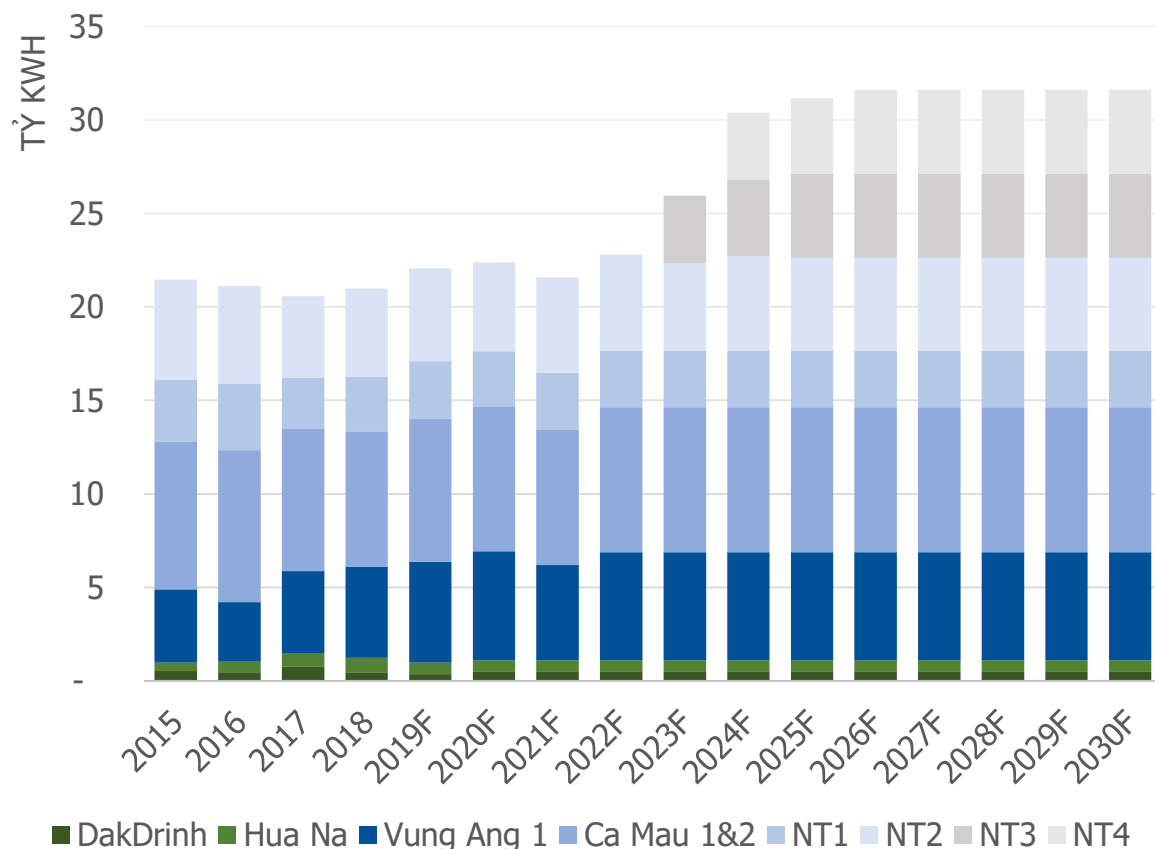
Nguồn: VPI, MBS Research

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

MUA; Giá mục tiêu: 15,600 VNĐ (+24%)

Dự án mới thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng bình quân 13% trong 2023 - 2025

SẢN LƯỢNG ĐIỆN CỦA POW



Giả định cơ sở của dự án NT3 & NT4 (thông số trên 1 dự án)

Công suất	MW	750	Giá LNG đầu vào	USD/MMBtu	7.6
Sản lượng hàng năm	Triệu kWh	4,446	Suất hao nhiệt	Btu/kWh	5,500
Hiệu suất hoạt động		68%	Tổng chi phí	VND/kWh	1,814
Vốn đầu tư	Tỷ đồng	16,382	Giá bán (Pc)	VND/kWh	2,025
Thời gian khấu hao		-	VC	VND/kWh	1,360
- Máy móc thiết bị	Năm	15	FC (*)	VND/kWh	390
- Xây dựng	Năm	25	FOMC	VND/kWh	275
Tỷ lệ vốn vay		70%	Lợi nhuận ròng bình quân	Tỷ đồng	807
Lãi suất		6%	Dòng tiền ròng bình quân	Tỷ đồng	1,004
Thời gian trả nợ gốc (từ khi vận hành thương mại)	Năm	10	IRR		11%

(* Giả định thời gian "chạy profile" 5 năm sau khi vận hành thương mại)

Nguồn: POW, MBS Research

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

MUA; Giá mục tiêu: 15,600 VNĐ (+24%)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F
Doanh thu	32,662	35,447	35,480	35,676	38,743	45,752	54,656	56,958	58,496	59,327	59,739	60,168	61,050
Lợi nhuận gộp	4,476	4,982	5,267	4,913	5,346	6,204	7,399	7,971	8,226	8,271	7,896	7,522	7,570
Chi phí tài chính	1,779	1,194	907	604	376	849	1,366	1,180	1,025	880	742	605	468
Chi phí bán hàng & quản lý	793	829	870	913	959	1,009	1,063	1,116	1,171	1,229	1,289	1,352	1,419
Lợi nhuận trước thuế	2,492	3,337	3,803	3,709	4,323	4,574	5,198	5,902	6,258	6,390	6,092	5,793	5,910
Lợi nhuận sau thuế	2,287	3,040	3,336	3,255	3,796	4,025	4,617	5,304	5,658	5,752	5,435	5,152	5,265
Lợi nhuận ròng	1,921	2,700	2,965	2,860	3,368	3,639	4,206	4,893	5,248	5,341	5,025	4,741	4,855

Định giá	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	5,497	6,636	6,452	6,715	7,597	8,891	7,966	10,603	10,825	10,635	10,327	10,319
Chi phí lãi vay sau thuế	907	576	341	204	706	1,185	1,047	913	778	649	525	404
Chi đầu tư	(346)	(7,558)	(9,058)	(10,558)	(5,640)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)	(44)
Thu nhập lãi & cổ tức	227	227	227	227	227	227	227	227	227	227	227	227
FCFF	6,286	(119)	(2,037)	(3,412)	2,890	10,259	9,197	11,700	11,787	11,468	11,035	10,906
Thay đổi nợ vay	(6,227)	1,312	3,134	5,003	556	(2,915)	(2,634)	(2,544)	(2,526)	(2,531)	(2,289)	(2,284)
Chi phí lãi vay	(995)	(657)	(389)	(232)	(802)	(1,334)	(1,165)	(1,010)	(865)	(727)	(590)	(453)
FCFE	(937)	537	708	1,359	2,644	6,011	5,398	8,147	8,396	8,209	8,156	8,169

FCFE

Hiện giá dòng tiền FY19 - FY30	19,508
Hiện giá dòng tiền dài hạn	16,751
Giá trị hiện tại của VCSH	36,260
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	234
Giá trị hợp lý (VNĐ/CP)	15,483
Giá trị sổ sách các công ty liên kết	157
Giá mục tiêu (VNĐ)	15,600

Re & g

rf	3.6%
Beta	0.92
rm	14.0%
Re	13.2%
g	2.0%

Nguồn: POW, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

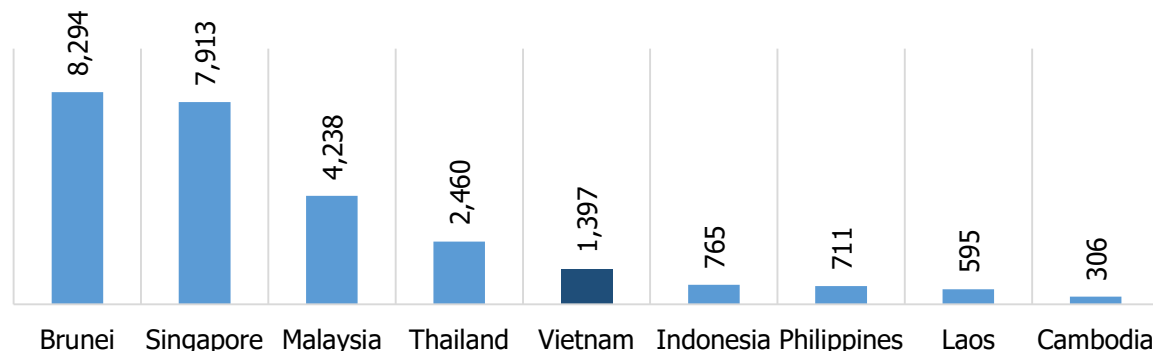
Key investment themes

Stock picks

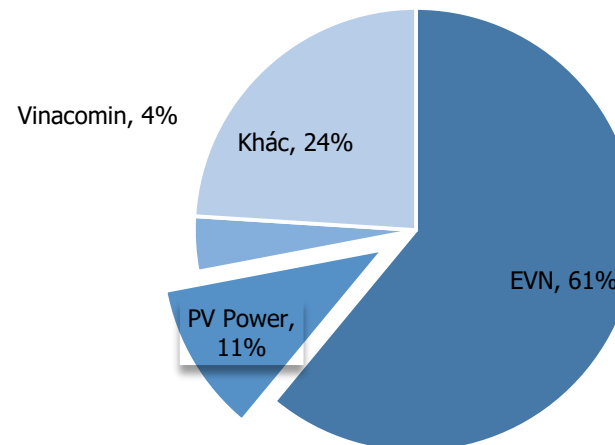
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

MUA; Giá mục tiêu: 15,600 VNĐ (+24%)

Tiêu thụ điện bình quân/người (kWh)



Thị phần điện Việt Nam theo công suất thiết kế



Các nhà máy của POW	Công suất (MW)	Sản lượng bình quân hàng năm (triệu kWh)	Vận hành thương mại	Tham gia thị trường cạnh tranh	PPA	Tỷ lệ sở hữu của POW
Thủy điện						
Drakdrink	125	480	2014	2015	10 năm	95%
Hỏa Na	180	610	2013	2013	10 năm	84%
Nhiệt điện than						
Vũng Áng 1	1,200	5,600	2015	2016	10 năm	100%
Nhiệt điện khí						
Các nhà máy hiện tại						
Cà Mau 1&2	1,500	7,700	2008	2020	20 năm	100%
NT1	450	3,000	2009	2012	10 năm	100%
NT2	750	4,900	2011	2012	10 năm	59%
Dự án						
NT3	750	4,446	2023			
NT4	750	4,446	2024			

Nguồn: POW, MBS Research

Tổng Công ty Điện Lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu thuần	32,662	35,447	35,480	35,676
Giá vốn hàng bán	28,186	30,466	30,213	30,763
Lợi nhuận gộp	4,476	4,982	5,267	4,913
Doanh thu hoạt động tài chính	515	344	312	312
Chi phí tài chính	1,779	1,194	907	604
Chi phí bán hàng & quản lý	793	829	870	913
Lợi nhuận trước thuế	2,492	3,337	3,803	3,709
Lợi nhuận sau thuế	2,287	3,040	3,336	3,255
Lợi nhuận ròng	1,921	2,700	2,965	2,860
Lợi ích thiểu số	366	340	370	395

Bảng cân đối kế toán	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Tài sản ngắn hạn	15,251	14,019	13,602	13,478
I. Tiền & tương đương tiền	3,185	1,635	1,082	666
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	176	176	176	176
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	7,531	7,805	7,976	8,191
IV. Hàng tồn kho	4,187	4,231	4,196	4,273
V. Tài sản ngắn hạn khác	172	172	172	172
Tài sản dài hạn	42,860	39,720	44,163	50,272
I. Các khoản Phải thu dài hạn	41	39	39	39
II. Tài sản cố định	40,177	37,176	34,330	31,618
1. Tài sản cố định hữu hình	40,113	37,118	34,278	31,572
2. Tài sản cố định vô hình	64	58	52	46
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	378	467	7,943	16,919
V. Đầu tư tài chính dài hạn	937	936	936	936
VI. Tài sản dài hạn khác	1,327	1,101	914	759
Tổng tài sản	58,111	53,740	57,765	63,750
Nợ phải trả	31,296	25,012	27,336	31,724
I. Nợ ngắn hạn	17,571	16,726	15,919	15,338
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	11,017	10,959	11,971	13,225
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	6,554	5,767	3,948	2,113
II. Nợ dài hạn	13,725	8,285	11,417	16,386
1. Các khoản phải trả dài hạn	421	422	422	422
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	13,304	7,863	10,995	15,964
Vốn chủ sở hữu	26,815	28,728	30,429	32,026
1. Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419	23,419
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,087	3,000	4,701	6,299
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,309	2,309	2,309	2,309
Tổng nguồn vốn	58,111	53,740	57,765	63,750

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Định giá				
EPS (VND)	814	1,116	1,226	1,182
BVPS (VND)	11,450	12,267	12,993	13,675
P/E	15	11	10	11
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	14%	14%	15%	14%
Biên EBITDA	24%	21%	21%	19%
Biên lợi nhuận ròng	6%	8%	8%	8%
ROE	7%	10%	10%	9%
ROA	3%	5%	5%	5%
Tăng trưởng				
Doanh thu	10%	9%	0%	1%
Lợi nhuận trước thuế	-9%	34%	14%	-2%
Lợi nhuận ròng	-12%	33%	10%	-2%
EPS	-14%	37%	10%	-4%
Tổng tài sản	-4%	-8%	7%	10%
Vốn chủ sở hữu	-3%	7%	6%	5%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0.9	0.8	0.9	0.9
Thanh toán nhanh	0.6	0.6	0.6	0.6
Nợ/Tài sản	54%	47%	47%	50%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	117%	87%	90%	99%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.9	4.4	6.8	10.5
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	5	5	5	5
Số ngày thu tiền bán hàng	77	78	79	81
Vòng quay hàng tồn kho	7	7	7	7
Số ngày tồn kho	50	51	51	51
Vòng quay các khoản phải trả	3	3	3	3
Số ngày phải trả	122	122	122	122

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	4,996	5,497	6,636	6,452
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	1,554	(117)	(7,330)	(8,830)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(5,633)	(6,930)	1,463	1,963
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	918	(1,550)	(553)	(415)

Source: POW, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Ngành Bất động sản

“Nhu cầu tích cực đến từ tốc độ đô thị hóa cao”

Nguyen Bao Trung

Tel: (+84) 988 739 505 –

Email: Trung.NguyenBao@mbs.com.vn

Ngành Bất động sản

Nhu cầu tích cực đến từ tốc độ đô thị hóa cao

- Nguồn cung hạn chế từ việc chậm lại trong cấp phép xây dựng và cấp quyền sử dụng đất.
- Nhu cầu tích cực đến từ tốc độ đô thị hóa cao, tăng trưởng GDP, FDI, các chỉ số lạm phát, lãi suất ổn định ở mức thấp.
- Xu hướng lãi suất cho vay có thể tăng trong 2020 và việc Nhà nước yêu cầu chặt chẽ hơn trong các hoạt động tín dụng của Ngân hàng có thể làm giảm nhiệt thị trường BDS trong ngắn hạn, tuy nhiên về dài hạn sẽ khiến lực cầu ổn định hơn.

Đánh giá các doanh nghiệp niêm yết:

- Công ty cổ phần Vincom Retail (VRE) – khuyến nghị MUA

Nguyen Bao Trung

Tel: (+84) 988 739 505 –

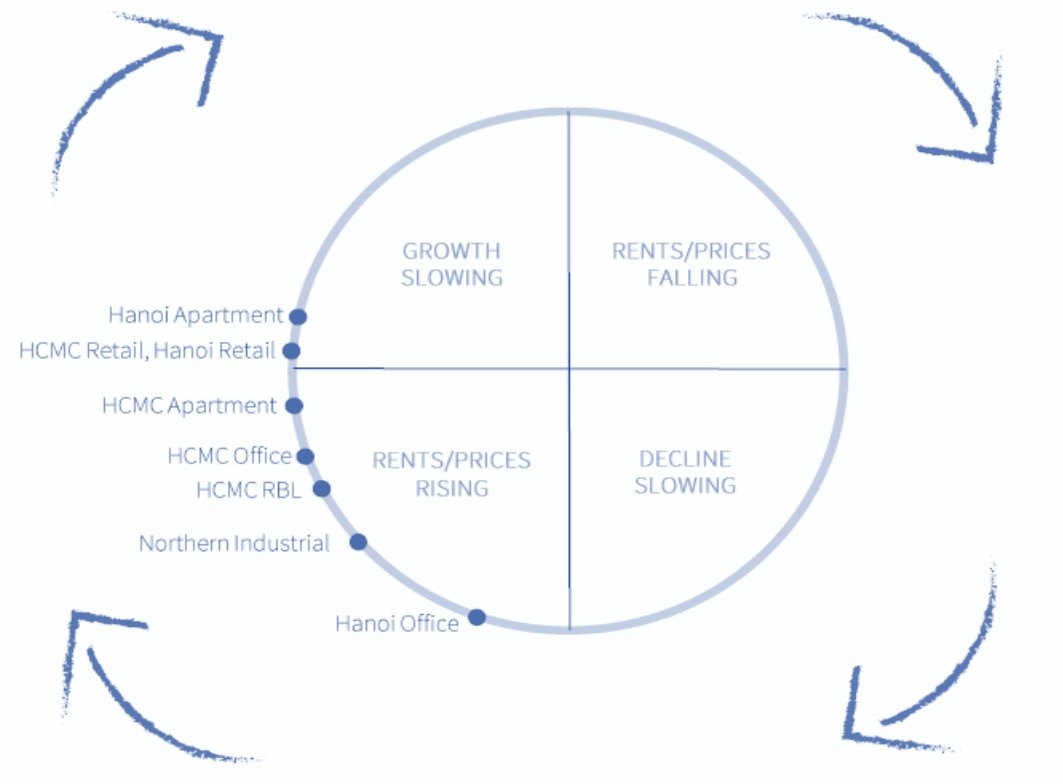
Email: Trung.NguyenBao@mbs.com.vn

Ngành Bất động sản

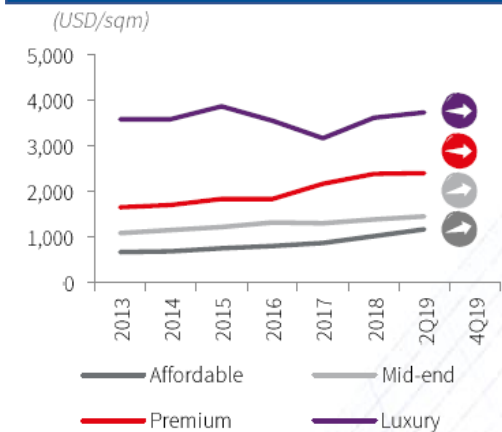
Khác biệt giữa các phân khúc

Phân khúc	Siêu sang	Cao cấp	Trung cấp	Thấp cấp
Hà Nội	N/A	2.345 USD/m ² ▲ 4% QoQ ▲ 10% YoY	1.239 USD/m ² 0% QoQ ▲ 3% YoY	803 USD/m ² ▲ 3% QoQ ▲ 8% YoY
HCM	6.030 USD/m ² ▲ 3% QoQ ▲ 15% YoY	2.459 USD/m ² ▲ 2% QoQ ▲ 23% YoY	1.343 USD/m ² ▲ 6% QoQ ▲ 13% YoY	881 USD/m ² ▲ 3% QoQ ▲ 8% YoY

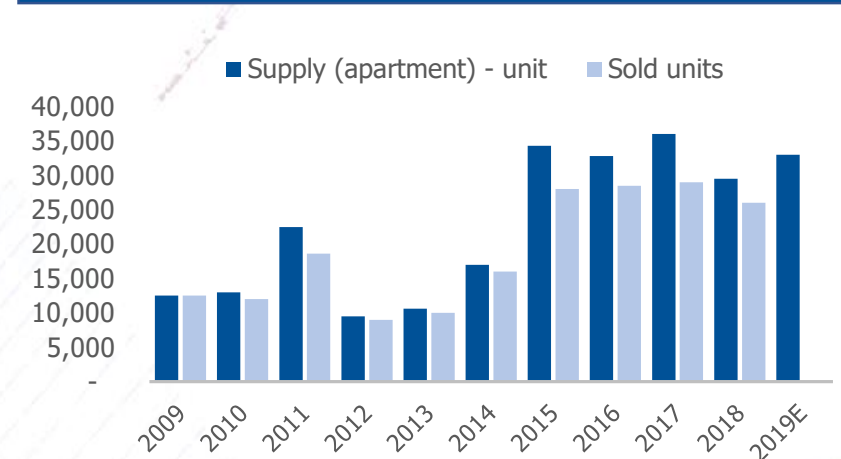
Property cycle



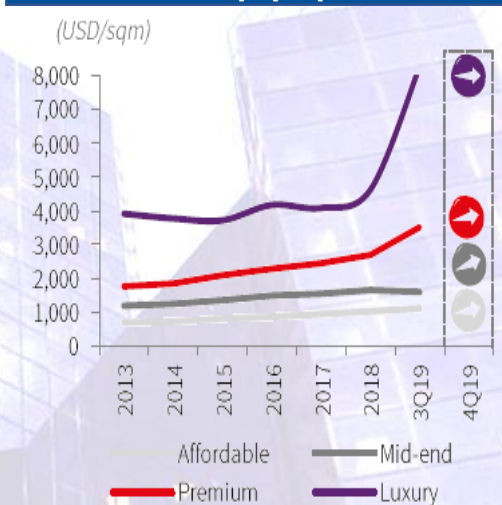
Giá căn hộ tại Hà Nội



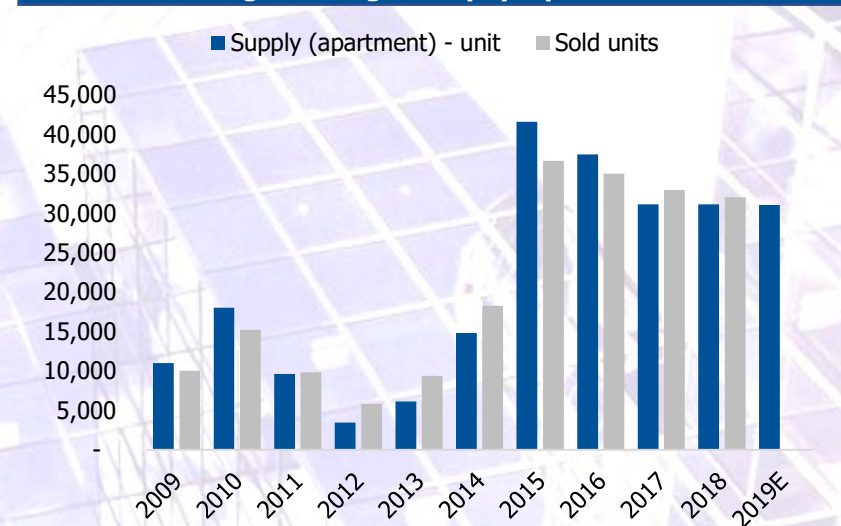
Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội



Giá căn hộ tại Tp. HCM



Nguồn cung căn hộ tại Tp. HCM



Ngành Bất động sản

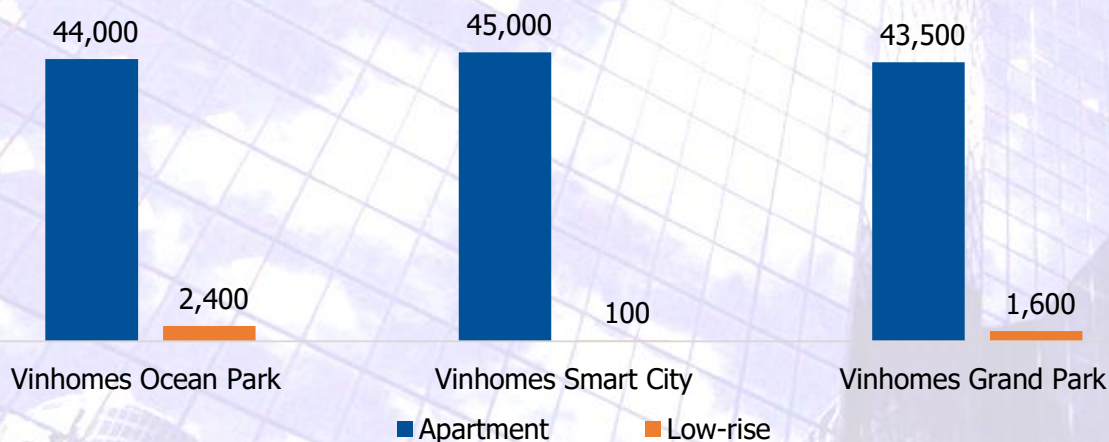
Tích cực trong dài hạn

- Nhu cầu tăng mạnh từ năm 2013 do chính sách tiền tệ mở rộng và cải thiện thu nhập hộ gia đình tại Việt Nam. Nguồn cung năm 2019 thấp vì vấn đề pháp lý.
- Trong giai đoạn 2015-2018, cung và cầu căn hộ mỗi năm tại Hà Nội và TP HCM đã có khoảng 30.000 - 40.000 căn. Tăng trưởng tín dụng và nới lỏng các chính sách cho vay bất động sản đã hỗ trợ đáng kể cho sự tăng trưởng này

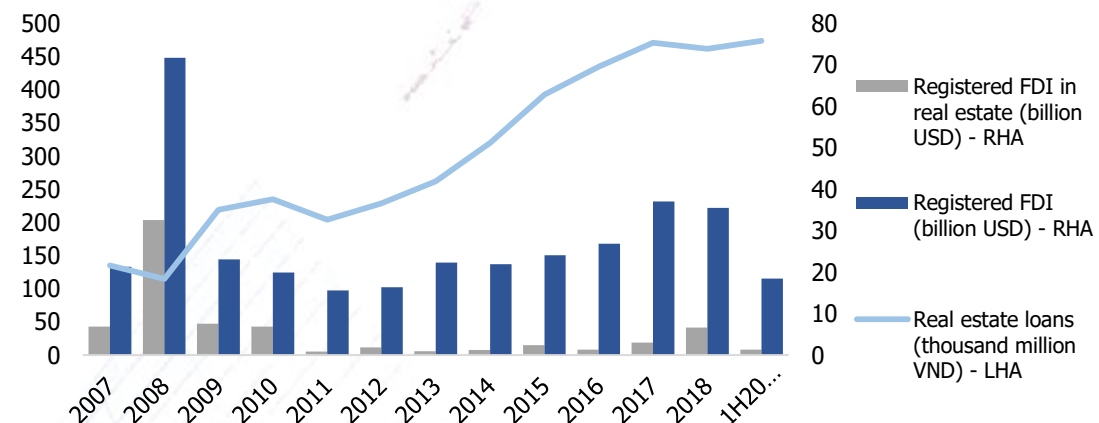
Các đại dự án của Vinhomes hấp dẫn người mua nhà vì giá trị và tiện ích trong hệ thống của VinGroup.

- Ba dự án Vinhomes Mega đã được giới thiệu gần đây bao gồm Vinhomes Ocean Park 420 ha tại Gia Lâm, Vinhomes Sportia 281 ha tại Tây Mỗ và VinCity Grand Park 272 ha tại Quận 9. Mỗi dự án có khoảng 40.000 căn hộ và hàng ngàn biệt thự và shophouse. Nguồn cung dự kiến đáp ứng phần lớn nhu cầu nhà ở trong 2-3 năm tới tại các khu vực đó.
- Các dự án của Vinhomes nằm trên các khu vực có cơ sở hạ tầng đang phát triển tại TP HCM và HN.

Các đại dự án của Vinhomes

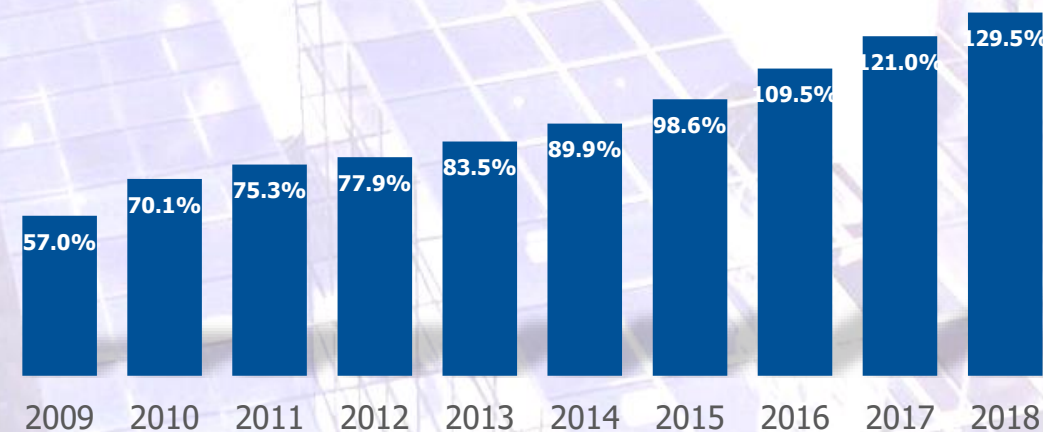


Land using receipt, Real estate loans and FDI



Source: Ministry of Construction, SBV

Tỷ lệ tín dụng / GDP tại Việt Nam



Source: Economic Research at the St. Louis Fed, MBS Research

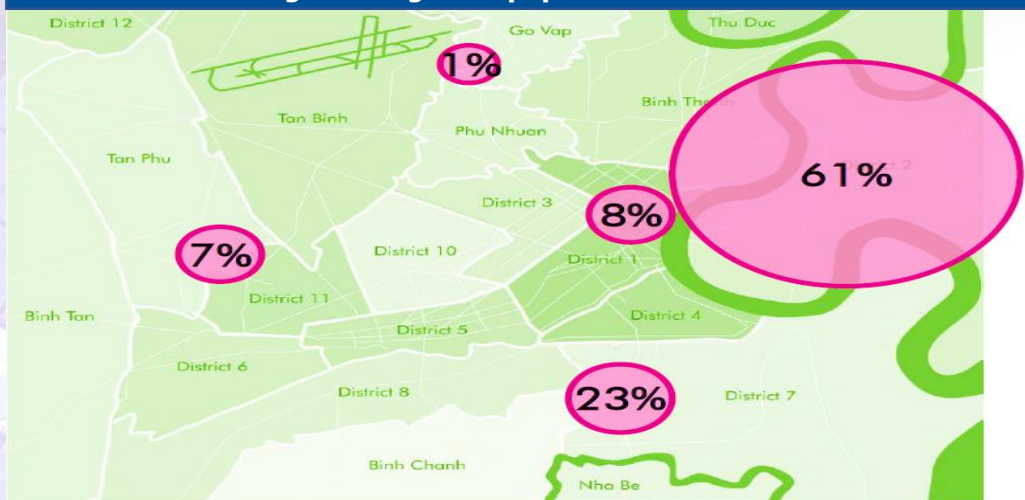
Ngành Bất động sản

Thị trường tại thành phố

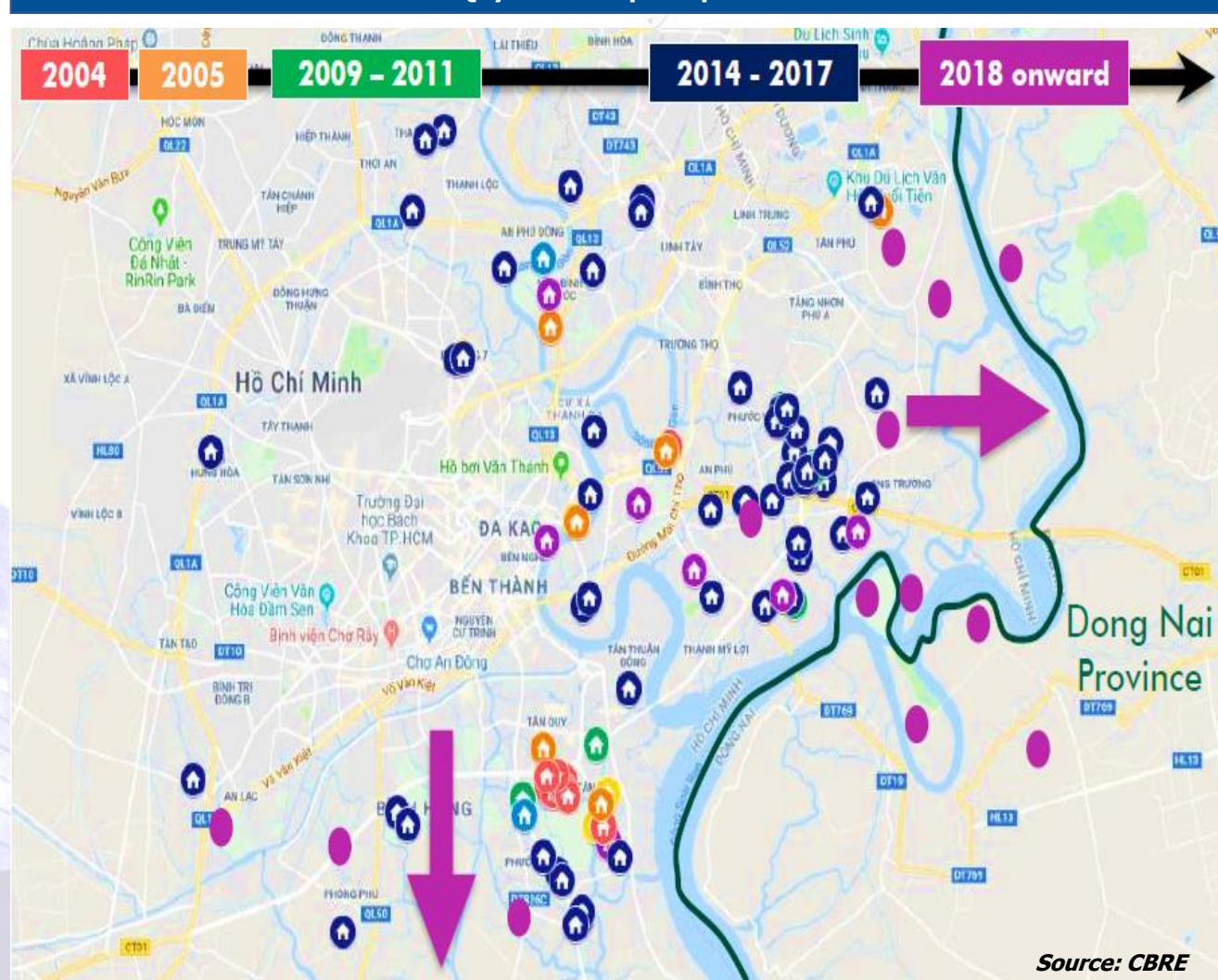
Tại Tp. HCM:

- **Phân khúc trung cấp là lực cầu chính:** Doanh số đạt 17.248 căn trong quý 3/2019, từ 14 dự án với Vinhomes Grand Park đóng góp hơn 60% số đơn vị đã thực hiện.
- Người mua mục đích đầu tư và đầu cơ - nguồn nhu cầu chính cho các căn hộ cao cấp, bắt đầu chuyển hướng sang mảng biệt thự / nhà phố để có được lợi nhuận kỳ vọng cao hơn.
- **Nguồn cung mới bị hạn chế do cơ chế chính sách và quá trình phê duyệt tiếp tục chậm trong năm 2019.** Do đó, giá căn hộ tiếp tục đạt mức cao mới - giá trung bình tăng 23,8% YoY lên 2.067 USD mỗi m2. Căn hộ cao cấp Giá bán đạt 5.320 USD / m2, tăng khoảng ~ 64,9% theo năm.
- Giá căn hộ sơ cấp trung bình ở mức trên 2.000 USD / m2, và hơn 4.700 USD / m2 đối với nhà đất.

Nguồn cung căn hộ tại HCM năm 2019



Quỹ đất các dự án tại HCM

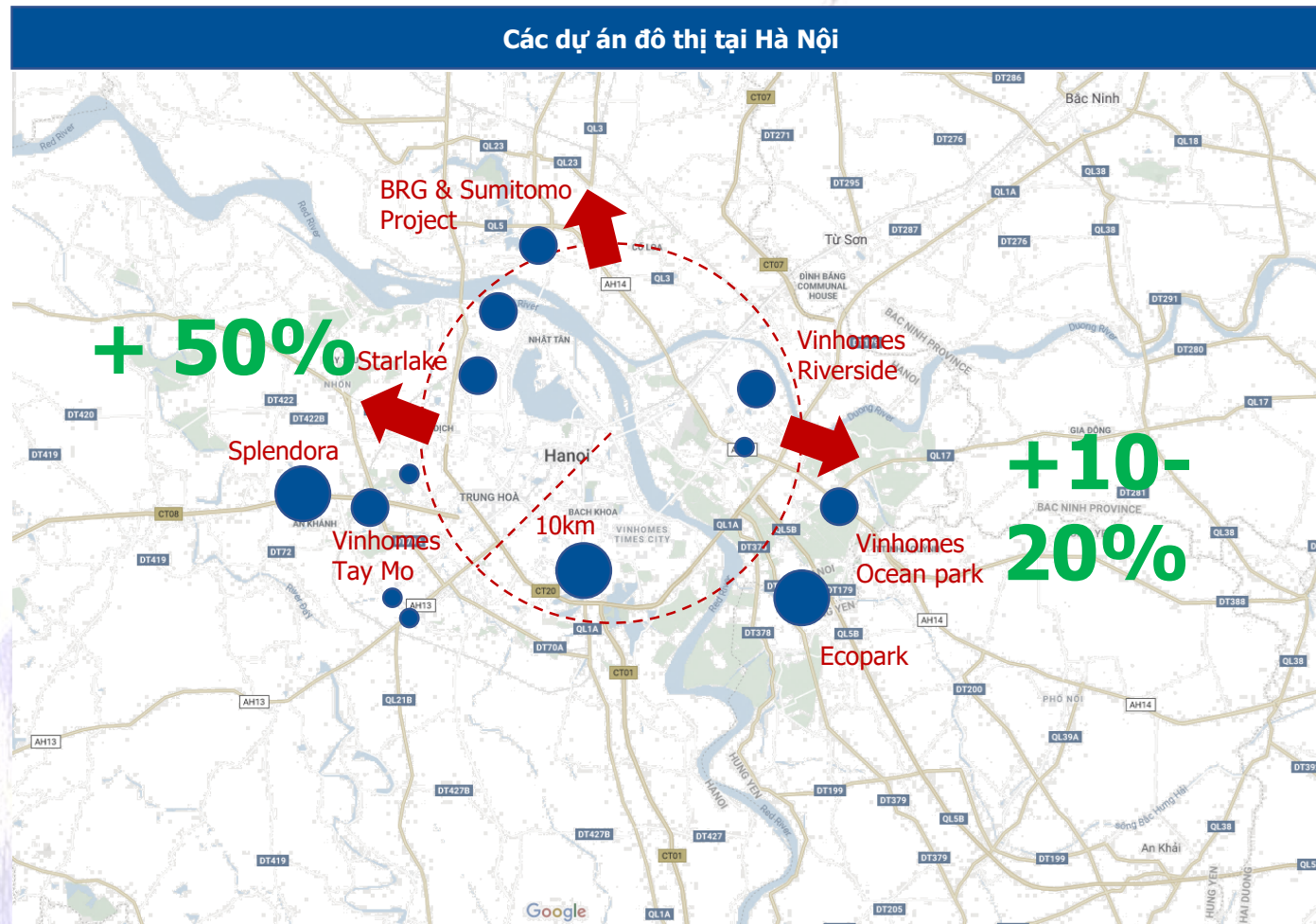


Ngành Bất động sản

Thị trường tại thành phố

Tại Hà Nội:

- **Hầu hết nguồn cung mới đến từ phía Tây Hà Nội, khoảng 50% nguồn cung mới.** Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, các dự án từ Vinhomes và Ecopark đã tăng tốc mở rộng sang phía Đông Hà Nội, hiện cung cấp khoảng 10-20% nguồn cung mới.
- **Nhu cầu mua nhà tiếp tục ở mức cao do điều kiện mua ngày càng thuận lợi và lãi suất thấp.** Căn hộ ở phân khúc giá thấp hơn tiếp tục tình trạng thiếu hàng.
- Giá căn hộ sơ cấp trung bình khoảng 1.500 USD / m², tăng khoảng 7% theo năm.
- Một số dự án mới sẽ được đưa vào thị trường trong vài năm tới, đặc biệt là ở phía Bắc dọc theo đường cao tốc cầu Nhật Tân, với Vinroup và BRG có kế hoạch triển khai các dự án lớn.
- Các nhà phát triển BDS trong thời gian tới cần phải tập trung vào tăng chất lượng của các dự án trung-cao cấp, hoặc lựa chọn phát triển các dự án giá thấp hơn ở những địa điểm khá xa trung tâm trong những năm tới. Lực mua và nhu cầu BDS vẫn khá tích cực và mạnh mẽ trong năm 2019.



Ngành Bất động sản

Giảm tốc tín dụng sẽ chọn lọc các nhà phát triển

CPI & Tăng trưởng tín dụng

— CPI - LHA — Credit growth - RHA

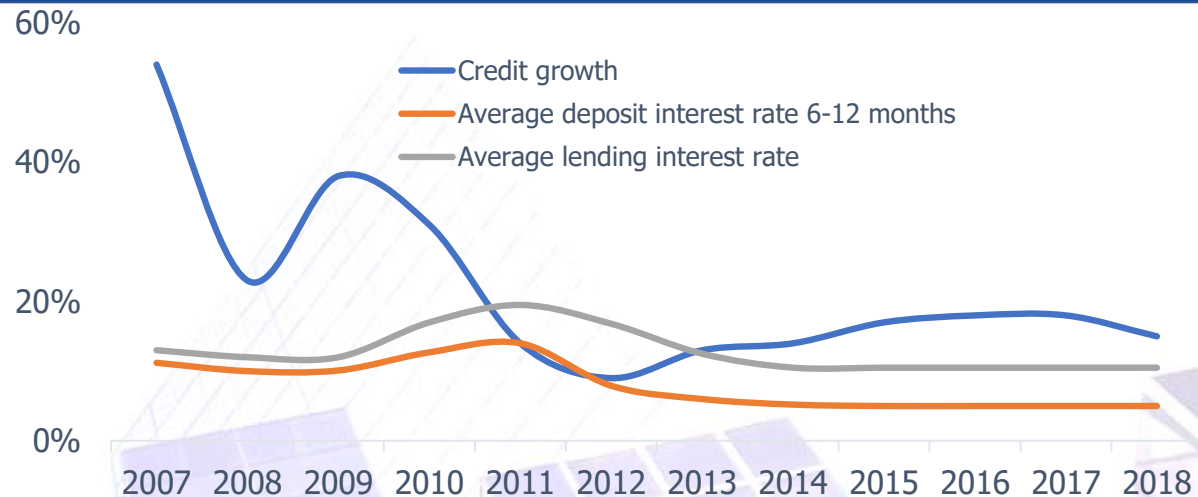


Source: SBV, MBS Research

Chính sách tiền tệ thắt chặt là môi trường kém thuận lợi cho các nhà phát triển và người mua

- Trong 10 năm qua, tăng trưởng tín dụng là thấp nhất trong năm 2012 sau khi mức rất cao trong giai đoạn 2007-2010. Tăng trưởng trong giai đoạn 2015-2017 là khoảng 17-18% và cho vay bất động sản tăng đáng kể từ 229 nghìn tỷ đồng năm 2012 lên 471 nghìn tỷ đồng trong năm 2017. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng 15% trong năm 2019 và xu hướng thắt lại do các nhà hoạch định chính sách sợ lạm phát đã có dấu hiệu tăng lên.
- Tăng trưởng tín dụng thấp hơn và lãi suất cao hơn sẽ làm tăng chi phí tài chính và giảm cơ hội cho các doanh nghiệp huy động vốn từ các tổ chức tài chính. Điều này cũng làm cho những người mua bất động sản ngần ngại trong việc thế chấp ngân hàng.

Lãi suất & Tăng trưởng tín dụng



Các quy định mới của Ngân hàng Nhà nước ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty bất động sản có quỹ đất không hấp dẫn và đòn bẩy cao

Tín dụng cho lĩnh vực bất động sản giảm tốc xuất phát từ các quy định quan trọng:

- Ngân hàng Nhà nước tăng tỷ lệ rủi ro cho các khoản vay bất động sản từ 200% hiện nay lên 250% và
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho các khoản vay trung và dài hạn giảm từ 45% xuống 40% theo quy định tại Thông tư 19/2017 / TT-Ngân hàng Nhà nước.
- Quy định LDR cho các ngân hàng tối đa 85%.

Các quy định mới này sẽ thu hẹp dòng vốn vào lĩnh vực bất động sản. Chúng tôi nghĩ rằng đây không phải là vấn đề với các công ty bất động sản có vị thế mạnh với các ngân hàng và cơ cấu vốn lành mạnh. Các nhà phát triển BDS có thể gọi vốn thông qua trái phiếu, cổ phiếu phát hành hoặc góp vốn, hoặc hợp tác với các đối tác nước ngoài.

Ngành Bất động sản

Triển vọng 2020

Phía cung

Các nhà phát triển phải tập trung vào các sản phẩm chất lượng cao hơn, với các quỹ đất chính mở rộng ra các khu vực ngoại thành quanh thành phố lớn như Hà Nội và TP HCM, và các tỉnh có xu hướng như Quảng Ninh, Phú Quốc, Bình Dương, Đồng Nai, v.v.

Nguồn cung sẽ tiếp tục khan hiếm, ít nhất là cho đến nửa cuối năm 2020, do rất ít dự án mới được phê duyệt trong năm 2019. Dự báo số lượng dự án trong giai đoạn 2020-2022 cũng sẽ thấp hơn giai đoạn 2017-2018.

Cơ sở hạ tầng sẽ là nhân tố chính quyết định tốc độ tăng trưởng của ngành BDS trong 10 năm tới. Tốc độ cung cấp cho các dự án mới sẽ phụ thuộc nhiều vào kế hoạch triển khai của cơ sở hạ tầng như các tuyến đường cao tốc quanh thành phố lớn, tuyến cao tốc Bắc Nam và các cơ sở hạ tầng khác như điện, cấp thoát nước v.v... ở các thành phố lớn, đặc biệt là TP HCM.

Sự thắt chặt chính phủ trong việc cấp quyền sử dụng đất và giấy phép xây dựng, sẽ khiến nguồn cung trong những năm tới trở nên khá khó đoán. Ngoài ra nhà nước cũng đã và đang thắt chặt chính sách từ phía cho vay BDS.

Việc tăng vốn thông qua trái phiếu cho các nhà phát triển BDS cũng trở nên khó khăn hơn, với lãi suất trái phiếu hiện ở mức khoảng 10-13%, một số trường hợp lên tới 14-15%.

Phía cầu

Nhu cầu BDS trong nước hiện vẫn còn tương đối nóng do tốc độ đô thị hóa cao và các yếu tố kinh tế vĩ mô thuận lợi bao gồm tăng trưởng GDP cao, dòng vốn FDI vào và lãi suất và lạm phát thấp.

Đôi với TP HCM, phân khúc trung cấp và cấp thấp sẽ tiếp tục là động lực chính. Địa điểm cho các dự án mới sẽ phải di chuyển xa hơn về phía đông và nam của thành phố. Trong khi đó, phân khúc cao cấp dự kiến sẽ có sự chậm lại, do giá hiện tại đã ở mức khá cao khiến cho việc mua đầu tư trở nên kém hấp dẫn.

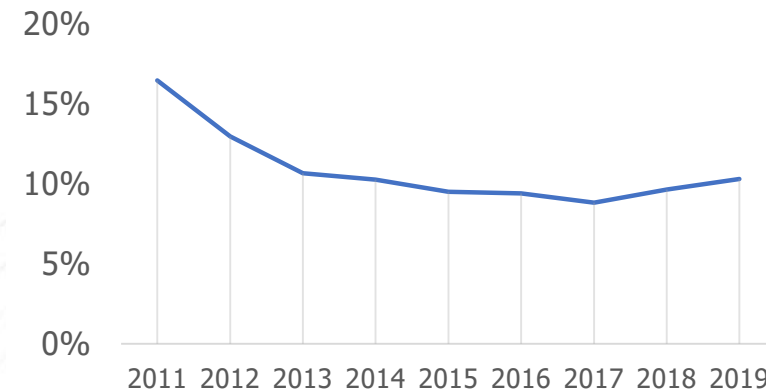
Nguồn cung trong năm tới chủ yếu đến từ một vài dự án lớn, cụ thể là GS Metro City ở Quận Nhà Bè và Vinhomes Grand Park ở Quận 9.

Đôi với Hà Nội, quỹ đất hạn chế và nhu cầu mua vẫn còn khá tập trung trong khu vực trung tâm thành phố so với TP HCM sẽ buộc các nhà phát triển phải chú ý hơn tới chất lượng của sản phẩm.

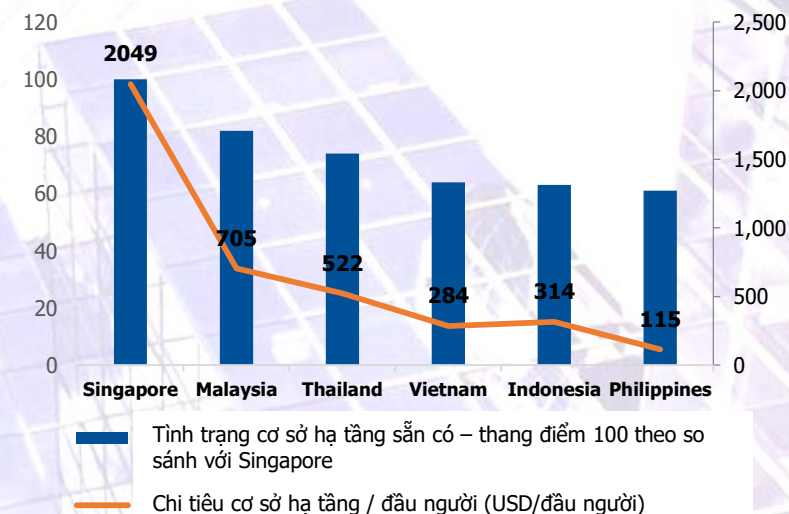
Tuy thị trường phía bắc phân mảnh hơn, nguồn cung chính trong các năm tới cũng đến từ các dự án lớn, từ các nhà phát triển như BRG Group và Vinroup.

Các nhà đầu tư từ các quốc gia châu Á khác như Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc là nhân tố khó đoán biết, có thể khiến giá tại các khu vực trọng điểm như Hà Nội, TP HCM và các tỉnh như Quảng Ninh tăng nóng trong thời gian tới.

Lãi suất vay cho người mua nhà



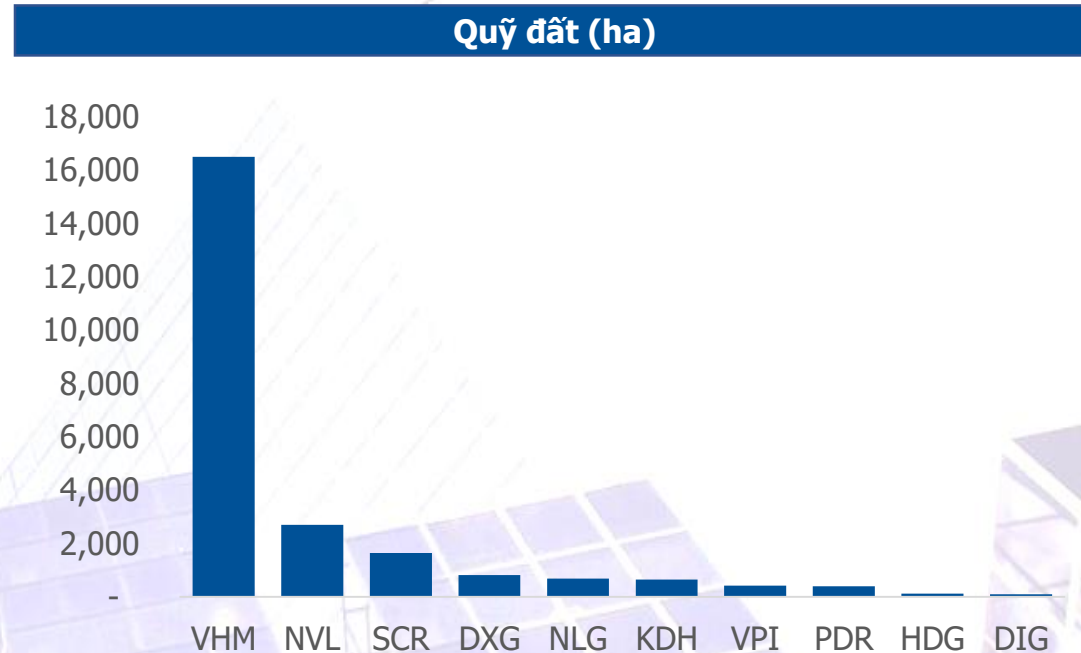
ASEAN-6: cơ sở hạ tầng & chi tiêu CSHT



Ngành Bất động sản

Các công ty niêm yết

Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	Nợ / Vốn CSH	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA	P/E	P/B
VHM	13,108	66%	26%	37%	57%	17%	20.1	7.0
NVL	2,240	136%	34%	21%	15%	4%	17.5	2.5
SCR	84	54%	22%	7%	7%	3%	6.1	0.4
DXG	318	46%	56%	25%	26%	8%	4.4	0.8
NLG	297	19%	43%	22%	12%	5%	13.2	1.5
KDH	622	14%	42%	28%	13%	9%	15.6	2.0
VPI	283	90%	171%	163%	21%	8%	15.6	2.9
PDR	373	0%	32%	30%	20%	6%	12.4	2.3
HDG	164	98%	39%	20%	61%	10%	3.4	1.7
DIG	179	50%	24%	14%	9%	4%	12.2	1.1
Trung bình		58%	49%	37%	24%	7%	12.0	2.2
Trung vị		52%	36%	24%	18%	7%	12.8	1.8



Source: SBV, MBS Research

Quỹ đất: xu hướng các năm tới

- VHM: Hà Nội, Tp. HCM – các khu vực trung tâm cách 10-20km, và tỉnh Quảng Ninh
- NLG: Long An, Đồng Nai, Hải Phòng
- DXG: Bình Dương
- NVL: condotels và BDS nghỉ dưỡng
- Các đơn vị khác: tập trung các khu vực xung quanh HN và HCM, và BDS nghỉ dưỡng dọc các bờ biển

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA; Giá mục tiêu: 34,900 VNĐ (+36%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VRE, với giá mục tiêu 43.800 VND/cổ phiếu, dựa trên :

- Lợi thế rất lớn từ hệ thống sinh thái Vingroup, và các dự án lớn của VinGroup như Vinhomes Ocean Park, Smart City, Grand Park, v.v.
Rào cản tương đối cao: (1) nguồn cung đất đai rất hạn chế ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP HCM, (2) rất ít các dự án khu đô thị lớn như các dự án của Vinhomes và (3) thương hiệu của Vingroup là nhà phát triển dự án chất lượng cao đã chứng minh trong 10 năm qua.
- Nhà phát triển và điều hành bất động sản bán lẻ lớn nhất và phát triển nhanh nhất tại Việt Nam, vượt xa các đối thủ khác.
- Kế hoạch đầy tham vọng trong việc ra mắt trung tâm mua sắm mới, VRE dự kiến sẽ mở 13, 27 và 27 trung tâm thương mại vào năm 2019, 2020 và 2021. Tổng diện tích sàn (GFA) được dự báo sẽ đạt 1,6 triệu (+ 12% yoy), 2,1 triệu (+ 29% yoy) và 2,6 triệu (+ 23% yoy) m2 vào năm 2019, 2020 và 2021. Lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng khoảng 27-28% trong 3 năm tới, nhờ các trung tâm mới ra mắt và giá thuê cao hơn.
- Một trong số ít cổ phiếu tại VN30 được hưởng lợi từ thị trường bán lẻ hấp dẫn của Việt Nam, được hỗ trợ bởi tăng trưởng kinh tế vĩ mô mạnh mẽ, lãi suất và tỷ giá ổn định và điều kiện dân số vàng.

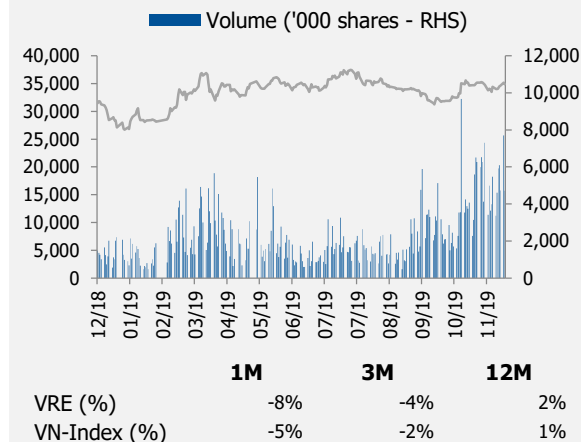
Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VRE với giá mục tiêu 43,800 VND/share (+35% upside) trên phương pháp tính NAV. Khuyến nghị mua dựa trên tăng trưởng mạnh mẽ trong lợi nhuận và diện tích cho thuê (GFA) trong những năm tới. VRE hiện giao dịch ở mức P/E 2019 là 30,6 lần.

Rủi ro chính

Tăng trưởng GDP giảm tốc có thể có tác động tiêu cực đến tăng trưởng doanh số bán lẻ và nhu cầu cho thuê. Tăng trưởng giá thuê có thể bị ảnh hưởng bởi nguồn cung bổ sung từ các đối thủ như Aeon Malls và Lotte. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vị trí chiến lược và hấp dẫn của trung tâm thương mại của VRE và thương hiệu của VinGroup trong lĩnh vực cho thuê bán lẻ sẽ giúp công ty duy trì mức giá thuê và tỷ lệ lấp đầy trong các năm tới.

Diễn biến giá



Các chỉ số chính:

Ngày báo cáo	17-12-2019
Thị giá ngày báo cáo	32,400 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	44,076 VND/cp
Tăng / giảm (%)	36%
Mã Bloomberg	VRE VN
Vốn hóa	75,454 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 26,711 – VND 37,500
KLGDBQ	77 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	50%
Sở hữu nước ngoài	35%

Unit: VND billion	2018A	2019F	2020F	2021F
Revenue	9,124	9,590	12,015	15,057
EBIT	2,891	3,637	4,681	6,018
Net profit	2,413	2,669	3,287	4,321
EPS (VND)	1,032	1,142	1,406	1,849
EPS growth rate (%)	-3%	11%	23%	31%
P/E (x)	27.0	30.6	24.8	18.9
EV/EBITDA (x)	14.3	18.9	15.7	12.2
DPS (VND)	-	-	-	-
Dividend yield (%)	4%	3%	3%	3%
P/B (x)	2.3	2.8	2.7	2.6
ROE (%)	8%	9%	11%	14%
Debt/equity (%)	10%	19%	23%	22%

Source: MBS Research

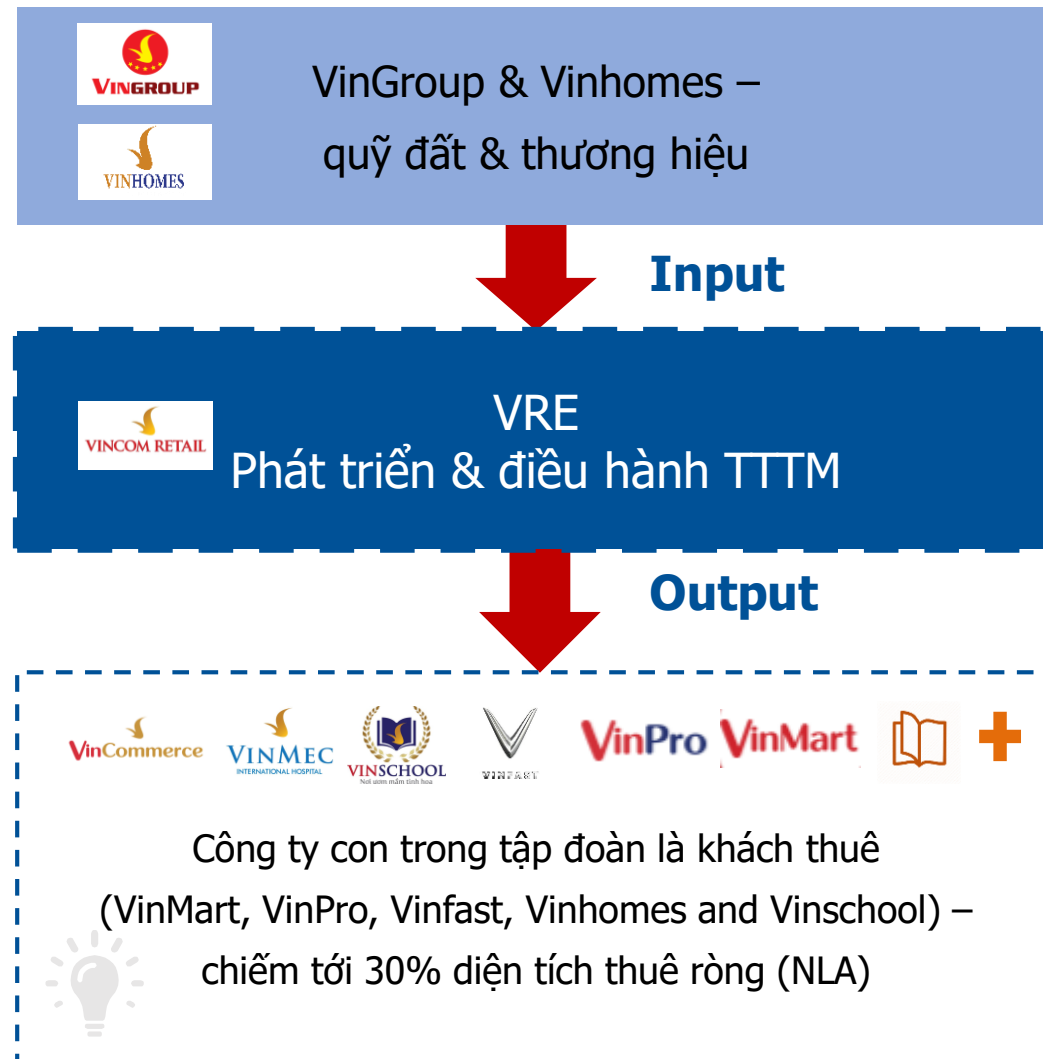
Source: MBS Research

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA; Giá mục tiêu: 34,900 VNĐ (+36%)

1. Hệ sinh thái từ Vingroup và rào cản gia nhập cao

- Hệ sinh thái Vingroup hỗ trợ tỷ lệ lấp đầy và tăng trưởng dài hạn của VRE. Các trung tâm thương mại tại HN và TP HCM được hưởng lợi đáng kể từ cơ sở hạ tầng và khu dân cư đông đúc.
- Bên cạnh đó, Vingroup sở hữu một quỹ đất khổng lồ khoảng 17.600ha để hỗ trợ VRE trong việc tăng GFA và đảm bảo sự tăng trưởng dài hạn. VRE luôn được ưu tiên trong việc mua lại các vị trí tốt trong các dự án mới của Vingroup.
- VRE có quyền đầu tiên mua các dự án bán lẻ trong các dự án được phát triển bởi Vingroup hoặc các công ty con.



Thương hiệu của VinHomes



Hơn 1000 khách thuê khác nhau



Source: MBS Research

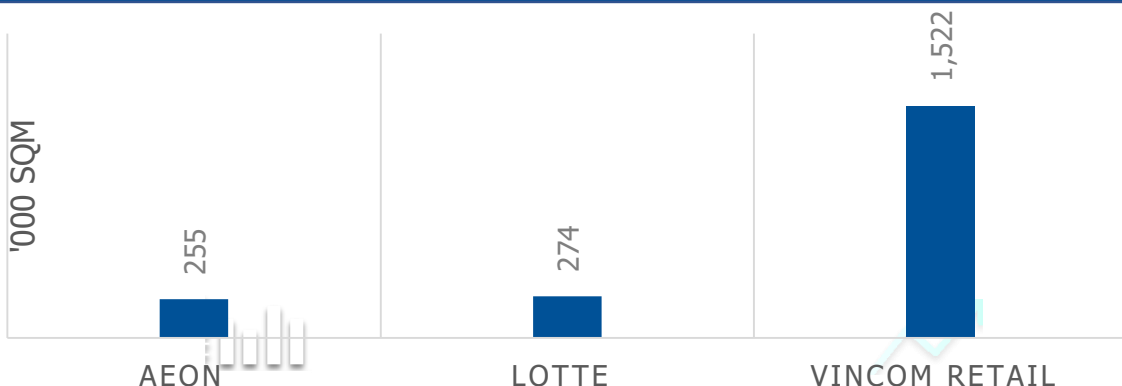
CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA; Giá mục tiêu: 34,900 VNĐ (+36%)

2. Dẫn đầu trong ngành BDS bán lẻ

- Theo ước tính của chúng tôi, VRE hiện là công ty dẫn đầu lĩnh vực cho thuê bán lẻ của Việt Nam với lần lượt 63% và 34% thị phần tại Hà Nội và TP HCM.
- VRE sở hữu 70 trung tâm với GFA là 1.525.253 m², cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành: Aeon Mall có 4 trung tâm với 450.000 m² trong khi Lotte Mart có 14 trung tâm với GFA là 276.000 m².
- VRE hiện đang sở hữu 4 định dạng bán lẻ bao gồm Vincom Center (VCC), Vincom Megamalls (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom + (VC +) để bao gồm các phân khúc trên thị trường bán lẻ. Với việc sở hữu hệ thống trung tâm thương mại khổng lồ tập trung vào nhiều phân khúc thị trường, chúng tôi tin rằng VRE có tiềm năng lớn để tấn công thị trường bán lẻ đầy tiềm năng tại Việt Nam.

GFA của các đối thủ BDS bán lẻ



TTTM của VRE

	Vincom Retail				Lotte Mart	Aeon Mall
	Vincom Center	Vincom MegaMall	Vincom Plaza	Vincom +		
Số lượng	7	3	48	12		
Tổng	70				14	4
GFA (m²)	298,876	395,147	769,490	61,740	~276,000	~450,000
Tổng	1,525,253					

Thương hiệu	Vincom Center	Vincom Mega Mall	Vincom Plaza	Vincom+
Diện tích trung bình (GFA m ²)	40,000 –60,000	60,000 –150,000+	10,000 –40,000	~5,000
Thời gian phát triển (tháng)	18 –24	24+	12+	6+
Định vị thị trường	Nằm ở các vị trí mật độ cao tại các thành phố lớn của Hà Nội và TP HCM Thu hút đám đông giàu có hoặc mong muốn tìm kiếm các xu hướng & thương hiệu mới nhất	Tại các vị trí trọng điểm của Hà Nội và TP HCM Trung tâm lớn đáp ứng nhu cầu cho dân sống trong các đại đô thị của VinGroup và các gia đình có thu nhập trung bình	Tại các vị trí rìa trung tâm Tp. lớn hoặc các tỉnh khác Đáp ứng nhu cầu cho người dân tại địa phương đối với các thương hiệu lớn.	Các trung tâm bán lẻ nằm ở các địa điểm không phải trung tâm, có mật độ trung bình & ở các tỉnh khác.

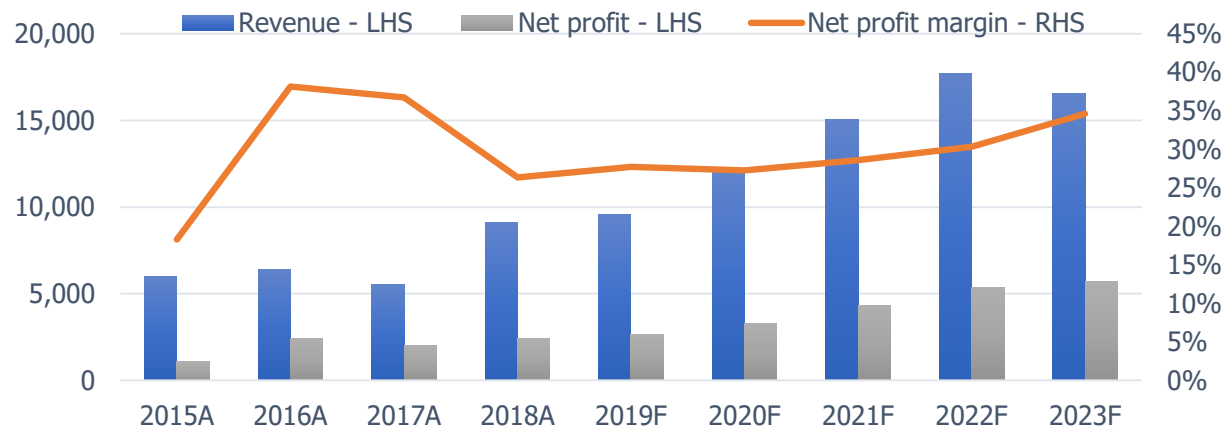
Source: VRE, MBS Research

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

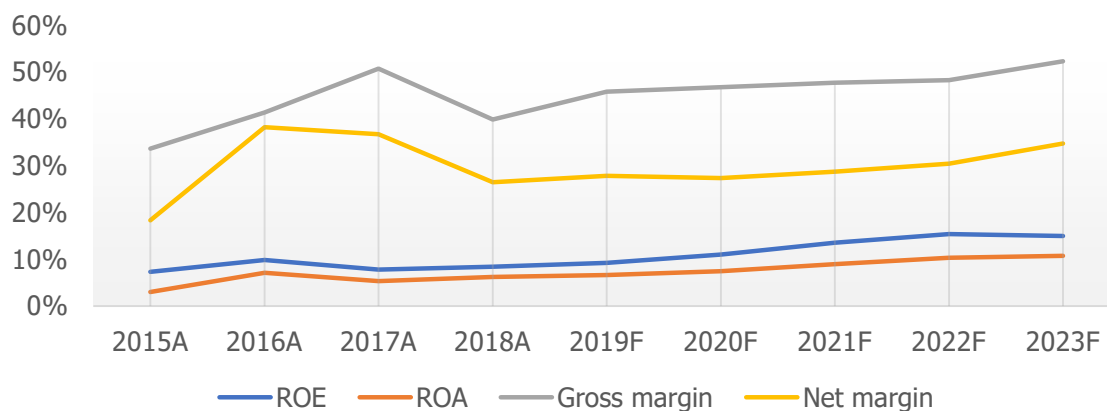
MUA; Giá mục tiêu: 34,900 VNĐ (+36%)

3. Tiềm năng tăng trưởng

Doanh thu & lợi nhuận

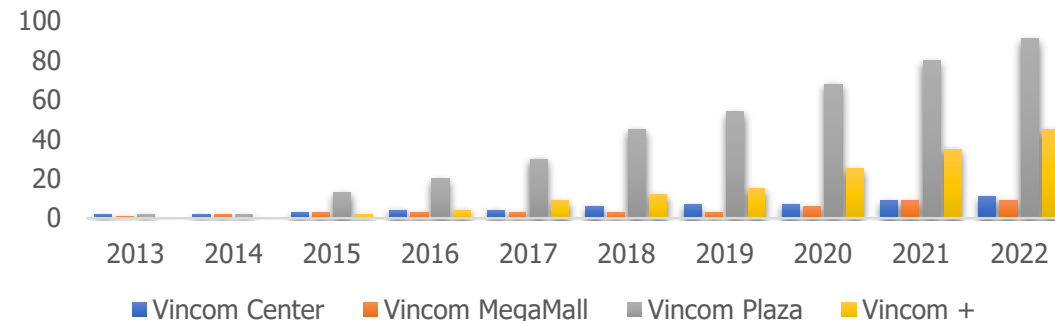


Các chỉ số lợi nhuận

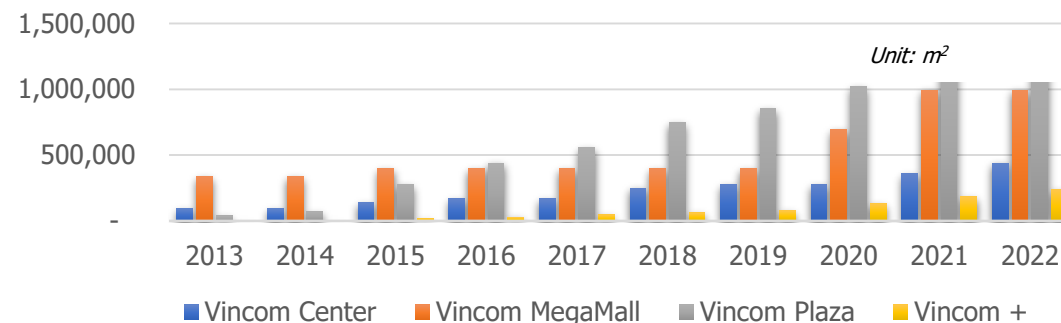


Source: VRE, MBS Research

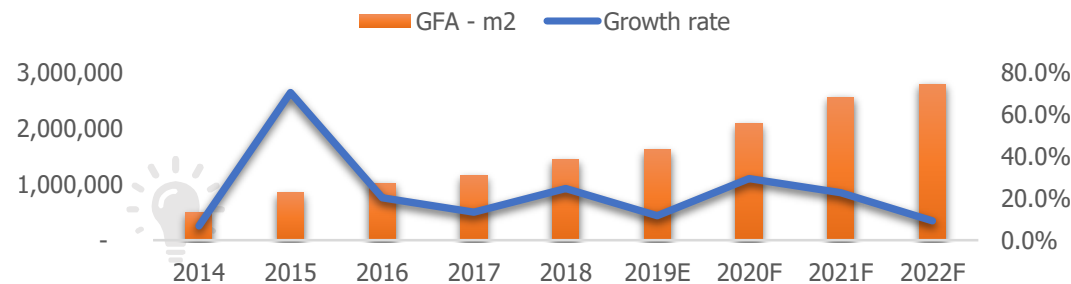
Số lượng TTTM



Diện tích cho thuê (GFA)



Tăng trưởng về diện tích cho thuê (GFA)



CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA; Giá mục tiêu: 34,900 VNĐ (+36%)

4. Thị trường bán lẻ hấp dẫn tại Việt Nam

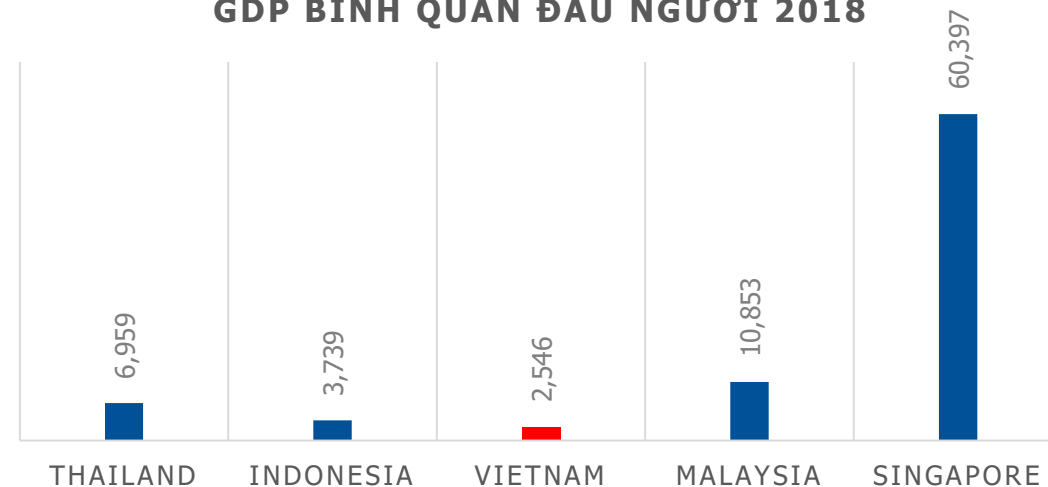
Nắm bắt cơ hội trong xu hướng bán lẻ hiện đại. Lĩnh vực BDS bán lẻ tại Việt Nam hấp dẫn vì những điều sau đây:

- Giá trị ngành bán lẻ đã tăng 10% mỗi năm trong 5 năm qua. Theo GSO, năm 2017, giá trị bán lẻ của Việt Nam là khoảng 116 tỷ USD, tương đương 52% GDP. Giá trị bán lẻ trong năm 2020 được dự báo là 156 tỷ USD, với CAGR là 10% trong giai đoạn 2018-2020. Bán lẻ hiện đại đã chiếm ưu thế trong lĩnh vực bán lẻ tại Việt Nam.
- Giá trị bán lẻ hiện đại chiếm 32% tổng giá trị bán lẻ năm 2017 và dự báo sẽ đạt 45% vào năm 2020 theo Speeda và MoT. Tăng trưởng tiềm năng của bán lẻ hiện đại và tổng bán lẻ sẽ thúc đẩy nhu cầu thuê trong tương lai.

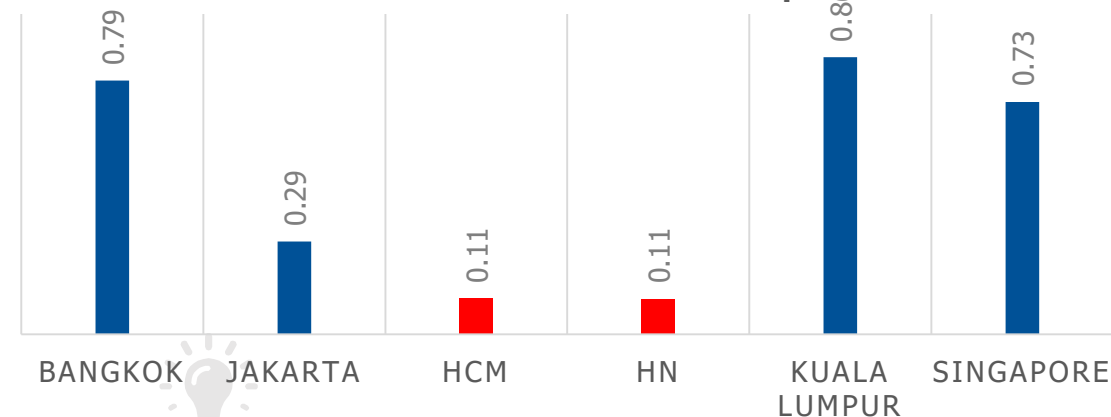
Năm 2020, tỷ lệ đô thị hóa ở Việt Nam là 35%, thấp hơn nhiều nước đang phát triển và phát triển ở châu Á, nhưng dự kiến sẽ đạt 50% vào năm 2035. Điều đó có nghĩa là khoảng 1 triệu người sẽ trở thành người thành phố mỗi năm.

- Hơn nữa, GDP bình quân đầu người của Việt Nam thấp hơn nhiều so với nhiều quốc gia khác ở Đông Nam Á. Với tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm cao hơn, Việt Nam có cơ hội tăng thu nhập cao hơn. Trên thực tế, số hộ gia đình có thu nhập trung bình đã tăng đáng kể trong những năm gần đây. Tỷ lệ đô thị hóa ngày càng tăng và hộ gia đình có thu nhập trung bình sẽ hỗ trợ nhu cầu cho thuê bán lẻ và bán lẻ hiện đại.
- Bên cạnh đó, GFA bán lẻ bình quân đầu người ở Hà Nội và TP HCM hiện là 0,11 m², thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 0,8 m² của Bangkok, Kuala Lumpur và Singapore. Do đó, lĩnh vực cho thuê bán lẻ tại Việt Nam có nhiều dư địa để tăng trưởng.

GDP BÌNH QUÂN ĐẦU NGƯỜI 2018



DIỆN TÍCH CHO THUÊ (GFA) / ĐẦU NGƯỜI TẠI CÁC THÀNH PHỐ LỚN TRONG KHU VỰC 2018



Source: World bank, MBS Research

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA; Giá mục tiêu: 34,900 VNĐ (+36%)

Dự phóng KQKD						
Tỷ VNĐ	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
GFA (triệu m2)	1.45	1.61	2.09	2.56	2.80	2.80
Doanh thu cho thuê	5,506	7,435	9,715	12,657	15,190	16,558
Tổng doanh thu	9,124	9,590	12,015	15,057	17,690	16,558
<i>Tăng trưởng</i>	<i>65%</i>	<i>5%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>17%</i>	<i>-6%</i>
Giá vốn	5,483	5,192	6,390	7,869	9,153	7,892
Lợi nhuận gộp	3,641	4,397	5,624	7,188	8,537	8,666
<i>Tăng trưởng</i>	<i>30%</i>	<i>21%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>19%</i>	<i>2%</i>
LNST	2,413	2,664	3,272	4,302	5,366	5,733
<i>Tăng trưởng</i>	<i>19%</i>	<i>10%</i>	<i>23%</i>	<i>31%</i>	<i>25%</i>	<i>7%</i>
EPS	1,032	1,140	1,400	1,841	2,296	2,453
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-3%</i>	<i>10%</i>	<i>23%</i>	<i>31%</i>	<i>25%</i>	<i>7%</i>
BVPS	12,242	12,386	12,791	13,639	14,945	16,409
ROE	8.4%	9.2%	10.9%	13.5%	15.4%	14.9%
ROA	6.2%	6.5%	7.3%	8.8%	10.2%	10.6%

Cơ cấu khách thuê (2018)

■ Khác ■ Siêu thị ■ Giải trí ■ Ăn uống ■ Thời trang

	Khác	Siêu thị	Giải trí	Ăn uống	Thời trang
VINCOM+	22%	40%	14%	14%	9%
VINCOM PLAZA	26%	19%	22%	13%	20%
VINCOM MEGA MALL	36%	12%	17%	12%	23%
VICOM CENTER	22%	11%	16%	13%	38%

Định giá

Giá định	
%NFA/GFA	70%
Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%)	64%
WACC	12.3%
Số năm hoạt động giá định cho các TTTM	50

Định giá	P/pháp	NAV (tỷ đồng)
NAV - các TTTM hiện có		62,570
<i>Vincom Center</i>	<i>DCF</i>	<i>25,908</i>
<i>Vincom Mega Mall</i>	<i>DCF</i>	<i>13,698</i>
<i>Vincom Plaza</i>	<i>DCF</i>	<i>21,913</i>
<i>VINCOM+</i>	<i>DCF</i>	<i>1,051</i>
NAV - các TTTM trong tương lai	DCF	40,198
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bán BDS	DCF	1,277
Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)		104,045
Nợ vay (tỷ đồng)		(1,400)
Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)		102,644
Số lượng cổ phiếu		2,328,818,410
Giá cổ phiếu (VNĐ/ cổ phiếu)		44,076



Source: VRE, MBS Research

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA; Giá mục tiêu: 34,900 VNĐ (+36%)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	5,518	9,124	9,590	12,015	15,057
Giá vốn hàng bán	2,717	5,483	5,192	6,390	7,869
Lợi nhuận gộp	2,801	3,641	4,397	5,624	7,188
Doanh thu hoạt động tài chính	587	519	95	24	70
Chi phí tài chính	1,166	417	426	645	745
Chi phí quản lý doanh nghiệp	570	751	760	944	1,170
Lợi nhuận trước thuế	2,169	3,053	3,369	4,139	5,442
Lợi nhuận sau thuế	2,028	2,413	2,664	3,272	4,302
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,027	2,404	2,654	3,260	4,286
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	0	9	10	12	16

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	13,357	7,123	5,271	6,038	9,670
I. Tiền & tương đương tiền	1,422	2,431	664	295	2,508
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	60	701	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	498	432	517	648	812
IV. Hàng tồn kho	1,817	902	1,298	1,597	1,967
V. Tài sản ngắn hạn khác	9,560	2,656	2,792	3,497	4,383
Tài sản dài hạn	24,777	31,561	35,312	38,591	38,942
I. Các khoản Phải thu dài hạn	8	10	11	13	17
II. Tài sản cố định	171	308	283	250	227
1. Tài sản cố định hữu hình	137	282	270	249	227
2. Tài sản cố định vô hình	34	26	13	0	0
III. Bất động sản đầu tư	20,401	26,429	29,598	32,671	33,710
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,080	1,343	1,964	1,964	982
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1,830	1,832	1,832	1,832	1,832
VI. Tài sản dài hạn khác	1,287	1,638	1,625	1,860	2,174
Tổng tài sản	38,133	38,684	40,583	44,629	48,612
Nợ phải trả	12,039	10,174	11,739	14,840	16,849
I. Nợ ngắn hạn	8,138	6,260	4,916	6,077	7,518
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	5,322	6,242	4,916	6,077	7,518
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,816	18	0	0	0
II. Nợ dài hạn	3,901	3,915	6,822	8,763	9,331
1. Các khoản phải trả dài hạn	743	1,152	1,114	1,375	1,700
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,158	2,762	5,709	7,388	7,631
Vốn chủ sở hữu	26,094	28,509	28,844	29,788	31,763
1. Vốn điều lệ	19,011	23,288	23,288	23,288	23,288
2. Thặng dư vốn cổ phần	4,324	47	47	47	47
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	2,787	5,191	5,699	6,700	8,746
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	31	42	42	43	46
5. Vốn khác	-58	-58	-232	-291	-365
Tổng nguồn vốn	38,133	38,684	40,583	44,629	48,612

Nguồn: VRE, MBS Research

Chỉ số chính	2017	2018F	2019F
Định giá			
EPS	1,032	1,140	1,400
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	12,242	12,386	12,791
P/E	27.0	28.4	23.1
P/B	2.3	2.6	2.5
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	40%	46%	47%
Biên EBITDA	44%	47%	47%
Biên lợi nhuận sau thuế	26%	28%	27%
ROE	8%	9%	11%
ROA	6%	7%	7%
Tăng trưởng			
Doanh thu	65%	5%	25%
Lợi nhuận trước thuế	41%	10%	23%
Lợi nhuận sau thuế	19%	10%	23%
EPS	-3%	10%	23%
Tổng tài sản	1%	5%	10%
Vốn chủ sở hữu	9%	1%	3%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.14	1.07	0.99
Thanh toán nhanh	0.50	0.14	0.05
Nợ/tài sản	7%	14%	17%
Nợ/vốn chủ sở hữu	10%	20%	25%
Khả năng thanh toán lãi vay	7.70	9.52	7.94
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	18.0	19.6	20.0
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	20 ngày	19 ngày	18 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	4.0	4.7	4.4
Thời gian tồn kho bình quân	91 ngày	77 ngày	83 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	2.4	1.9	2.7
Thời gian trả tiền bình quân	149 ngày	195 ngày	135 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
LCTT từ HĐ kinh doanh	3,574	2,220	4,242
LCTT từ HĐ đầu tư	636	-4,588	-3,962
LCTT từ HĐ tài chính	-3,200	600	-649
LCTT trong kỳ	1,010	-1,767	-369
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	1,422	2,431	664
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	2,431	664	295

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Ngành Thép Việt Nam

“Nhu cầu trong nước duy trì tăng trưởng, tuy nhiên có dấu hiệu chậm lại ”

Ngành Thép

Nhu cầu trong nước duy trì tăng trưởng, tuy nhiên có dấu hiệu chậm lại

- **Ngành xương sống của công nghiệp trong nước, tiêu thụ trên đầu người tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với khu vực.**
- **Nhu cầu trong nước duy trì tăng trưởng, tuy nhiên có dấu hiệu chậm lại.**
- **Các rủi ro:** (1) Các DN trong ngành đồng thời tăng công suất, dẫn đến cạnh tranh tang; (2) rủi ro từ chu kỳ của ngành BDS & xây dựng; (3) sức ép nợ vay và lãi suất đối với các DN sử dụng nợ vay để đầu tư mở rộng.
- **Đánh giá các doanh nghiệp niêm yết:**
 - Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG) – khuyến nghị MUA
 - Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG) – không khuyến nghị
 - Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG) – không khuyến nghị

Nguyen Bao Trung

Tel: (+84) 988 739 505 –

Email: Trung.NguyenBao@mbs.com.vn

Ngành Thép

Thị trường thép thế giới

Phía cầu: Tăng trưởng chậm lại

Trung Quốc

Trong 2018, nhu cầu thép của Trung Quốc đã có tăng trưởng tốt từ các kích thích từ ngành bất động sản và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, những nỗ lực của nhà nước trong tái cấu trúc các ngành sản xuất và bảo vệ môi trường dẫn đến giảm tốc nhu cầu thép vào năm 2019 và 2020:

- Rủi ro giảm tăng trưởng đến từ ma sát thương mại đang diễn ra với Mỹ và nền kinh tế toàn cầu đang giảm tốc.
- Tuy nhiên, các biện pháp kích thích kinh tế nếu có từ Chính phủ Trung Quốc hay đẩy mạnh trong đầu tư công sẽ là những thúc đẩy tích cực đối với nhu cầu thép tại Trung Quốc.

Mỹ: Tăng trưởng nhu cầu thép trong năm 2020 dự kiến sẽ chậm lại do hoạt động sản xuất ô tô và xây dựng dự kiến sẽ tăng trưởng khiêm tốn. Mặt khác, các lĩnh vực sản xuất khác như máy móc thiết bị dự kiến sẽ duy trì tăng trưởng.

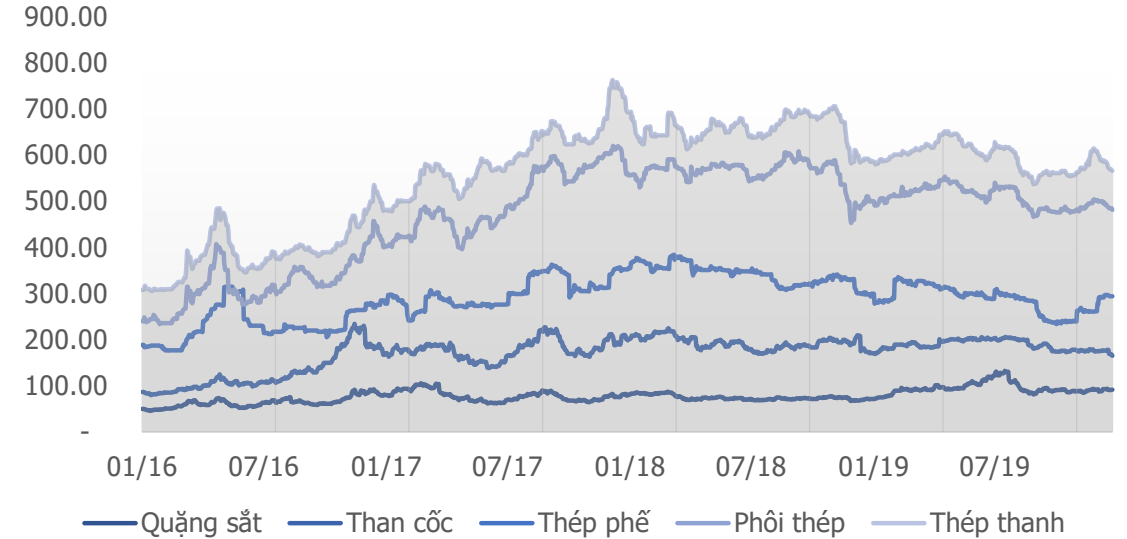
EU: nhu cầu thép trong năm 2020 sẽ tiếp tục giảm tốc, do dự báo tăng trưởng GDP thấp hơn và căng thẳng thương mại toàn cầu.

Nhật: Nhu cầu thép dự kiến sẽ ổn định do các yếu tố hỗ trợ đầu tư (thu nhập từ khối doanh nghiệp duy trì ở mức cao, các biện pháp nới lỏng tiền tệ, nhu cầu đầu tư vào các mảng Robot và tự động hóa ngày càng tăng).

Cung ngành thép: khoảng cách giữa công suất thiết kế và tiêu thụ đang dần thu hẹp, tuy nhiên tình trạng dư cung sẽ tiếp tục

Nguồn cung thép toàn cầu dự kiến chỉ tăng ~ 1% / năm, chủ yếu ở các nước đang phát triển như Trung Đông và châu Á. Với nhu cầu toàn cầu tăng khoảng 1,4% trong năm 2019 và các năm tới, và Trung Quốc tiếp tục nỗ lực kiểm soát công suất thép, khoảng cách cung cầu dự kiến sẽ được thu hẹp từ từ.

Giá thép và các nguyên vật liệu đầu vào



Động lực tăng trưởng dài hạn

Các ngành tiêu thụ thép

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Sản xuất phương tiện di chuyển • Đầu tư máy móc thiết bị sản xuất • Xây dựng công trình, nhà ở | <ul style="list-style-type: none"> • Xây dựng thương mại • Hàng tiêu dùng, vật dụng gia đình • Cơ sở hạ tầng |
|--|---|

Các động lực tăng trưởng

- GDP đầu người tăng
- Đầu tư tài sản cố định từ doanh nghiệp
- Các hoạt động sản xuất
- Đô thị hóa
- Tăng trưởng dân số

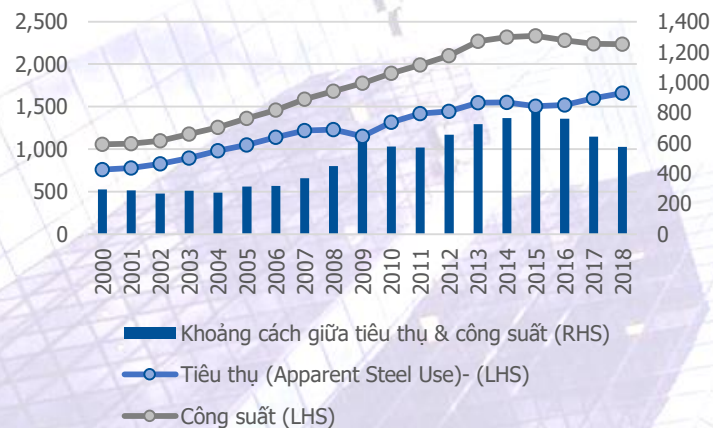
Các yếu tố làm chậm tăng trưởng

- Suy giảm trong tiêu dùng, thói quen tiêu dùng
- Tăng lên trong tuổi thọ sản phẩm (bao gồm cả tái sử dụng và tái sản xuất)
- Thay đổi cường độ thép sử dụng trong sản xuất do nâng cao về công nghệ, vật liệu và quy trình sản xuất

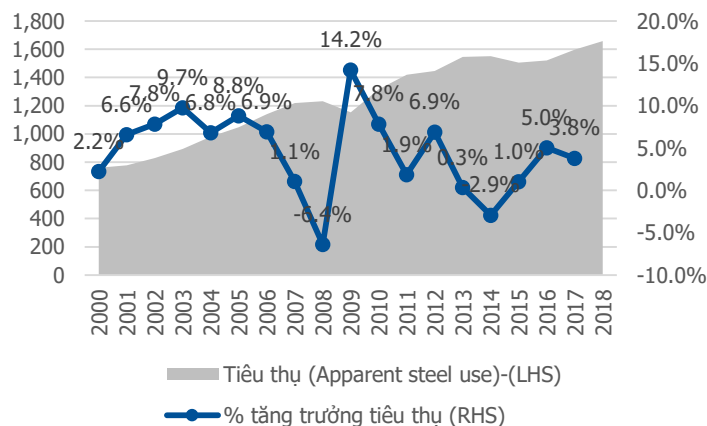
Ngành Thép

Ngành thép thế giới

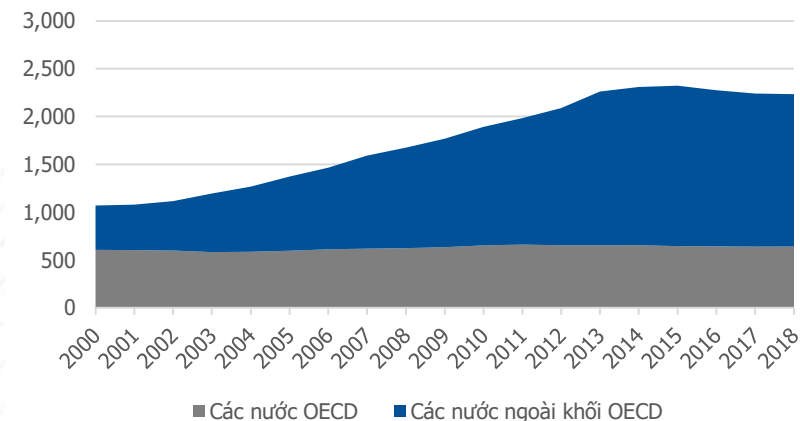
Tiêu thụ / công suất thép thế giới



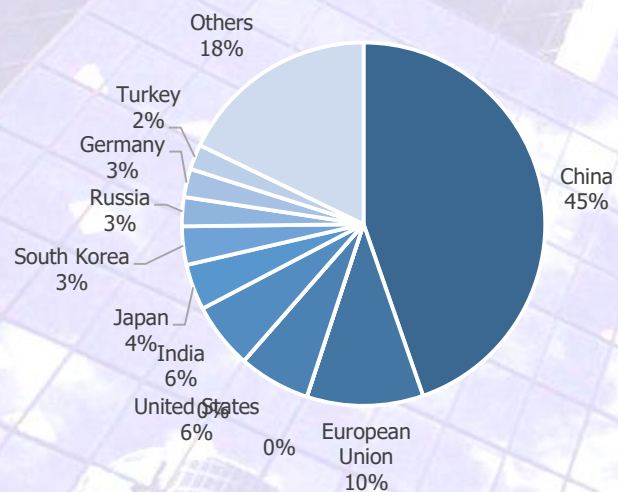
Tiêu thụ thép thế giới & tăng trưởng



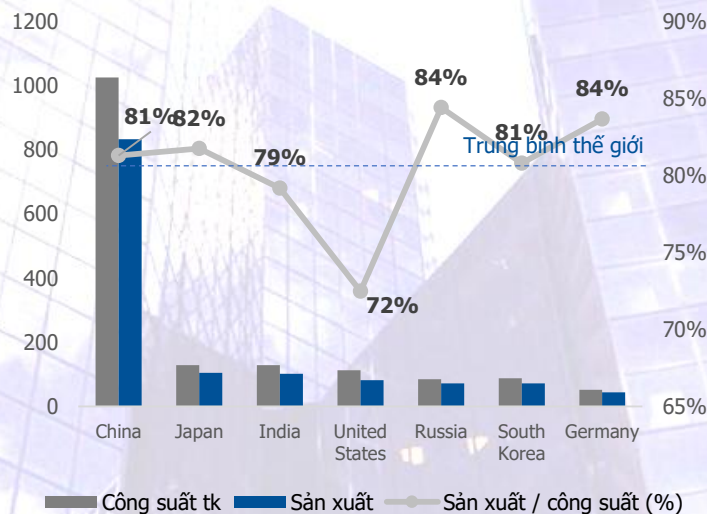
Công suất thiết kế các quốc gia phát triển & đang phát triển



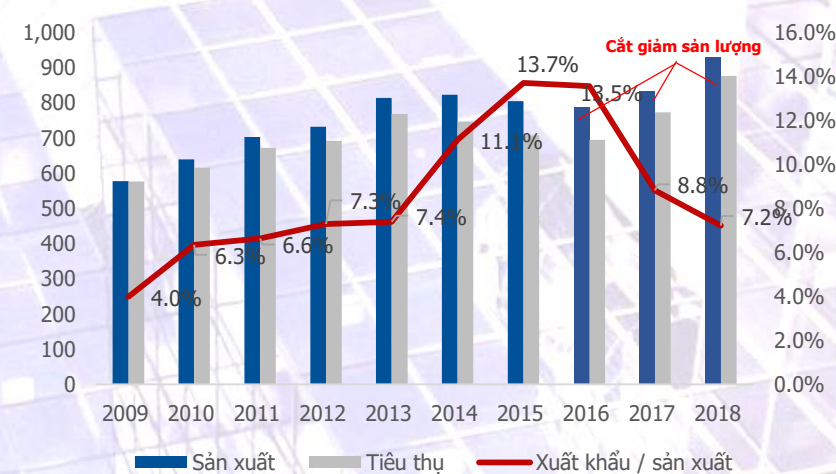
Nhu cầu tiêu thụ thép theo quốc gia



Công suất trung bình các quốc gia



Sản xuất & tiêu thụ thép tại Trung Quốc



Ngành Thép

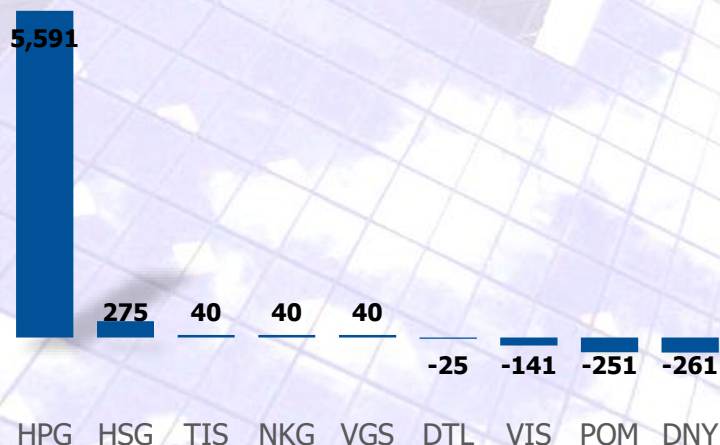
Ngành thép trong nước

PHÍA CUNG

Hàng loạt các doanh nghiệp đang mở rộng sản xuất, đáng chú ý nhất là HPG tăng gấp đôi quy mô sản xuất trong 2020. Về công suất, chúng tôi ước tính tổng công suất cho thép dài sẽ tăng khoảng 20 - 25% trong năm 2020, chủ yếu từ HPG. Đối với thép dẹt, chúng tôi ước tính tổng công suất sẽ tăng khoảng 5-10% trong năm 2020.

Nhiều DN như HSG và NKG đang đầu tư khá nhiều, với tỷ lệ Nợ / vốn chủ sở hữu của hai công ty này 2 - 3 lần, do đó chịu áp lực rất lớn về dòng tiền. Chúng tôi cho rằng **ạnh tranh về giá** sẽ diễn ra gay gắt trong những năm tới, đặc biệt là đối với các phân khúc thép dẹt và tôn mạ.

LNST 9 tháng 2019 của các DN thép



PHÍA CẦU

Nhu cầu tiêu thụ thép tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng khoảng 6-7% đối với thép dài và thép dẹt thành phẩm trong các năm tới. Đối với thép dài, hầu hết tiêu thụ là trong nước, trong khi đối với thép dẹt khoảng 1/3 - 1/2 tổng sản lượng được xuất khẩu.

Về lĩnh vực sử dụng, nguồn tiêu thụ thép chính tại Việt Nam là các công trình thương mại và dân dụng, đang có dấu hiệu chậm lại trong 2019-2020. Mặt khác, các công trình công nghiệp có thể tăng lên nhờ vốn FDI tăng và chi tiêu công cho cơ sở hạ tầng.

Đối với thép dài, chúng tôi dự báo tiêu thụ ở mức ~ 12 triệu tấn trong năm 2020, tiêu thụ / tổng công suất ngành ở mức khoảng 68%. Cạnh tranh ở mảng này sẽ gia tăng ở mức vừa.

Đối với sản phẩm tôn mạ, tiêu thụ sẽ ở mức khoảng 5 triệu tấn, trong khi tổng công suất ngành ở mức 7 - 8 triệu tấn vào năm 2020. Do vậy sẽ có cạnh tranh gay gắt trong mảng sản phẩm này.

Với HRC, tổng công suất của HPG và Formosa khi đạt tối đa công suất sẽ ở mức 7 - 9 triệu tấn tới năm 2020, trong khi khối lượng nhập khẩu HRC hiện tại ở mức khoảng 14 triệu tấn/năm. Vì vậy với sản phẩm này, tiêu thụ trong nước sẽ ở mức tích cực và cạnh tranh không nhiều.

CHÍNH PHỦ

Chi tiêu cơ sở hạ tầng ở Việt Nam luôn tăng trưởng ở hai con số kể từ năm 2012. Nhiều dự án cơ sở hạ tầng đang trong giai đoạn bắt đầu, ví dụ như tuyến Metro TP HCM, sân bay Long Thành, đường cao tốc Bắc Nam, nhiều đường cao tốc và cầu quanh tp. Hà Nội và tp. Hồ Chí Minh, v.v...

Thuế tự vệ đối với thép nhập khẩu sẽ hết hạn vào 2020 - 2021, tuy nhiên, với xu hướng bảo hộ đang gia tăng trên thế giới và tầm quan trọng của ngành thép đối với Việt Nam, chúng tôi cho rằng thuế tự vệ sẽ tiếp tục được áp dụng.

Tuy nhiên, **chủ nghĩa bảo hộ gia tăng trên toàn cầu** cũng là sức ép đối với các DN xuất khẩu nhiều như HSG hay NKG.

KẾT LUẬN

Mặc dù cạnh tranh trong ngành gia tăng có phần gay gắt, với năng lực từ phía cung gia tăng và áp lực từ thép thế giới, chúng tôi vẫn đánh giá ngành thép ở Việt Nam là tích cực trong dài hạn do môi trường kinh tế vĩ mô thuận lợi, các dự án cơ sở hạ tầng đầy tham vọng của chính phủ và dòng vốn FDI tiềm năng chảy vào Quốc gia.

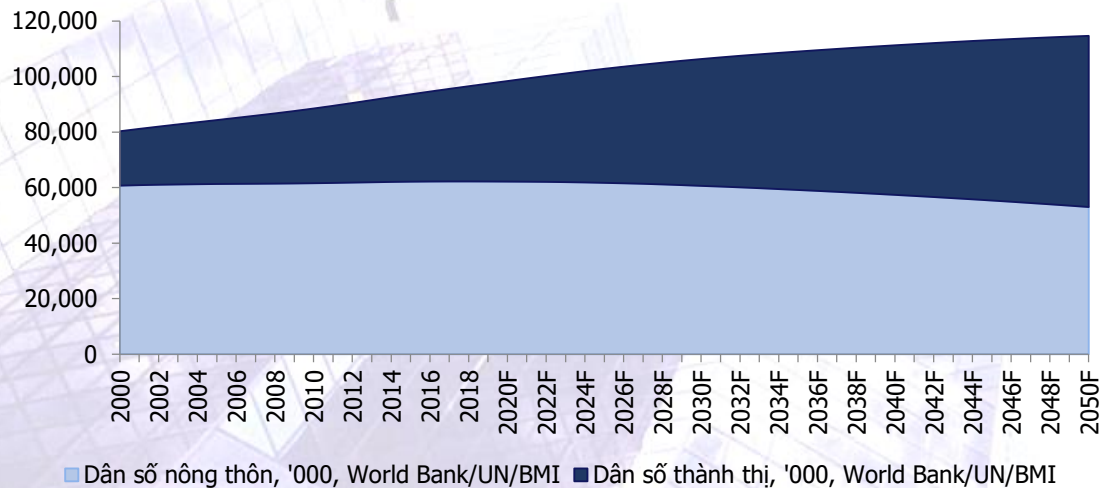
Ngành thép Việt Nam có sự ổn định cao hơn thế giới do có tốc độ tăng trưởng và mức độ tập trung cao, các DN lớn vẫn chiếm đa số thị phần, do vậy giá thép trong nước khá ổn định.

Mức cạnh tranh gia tăng trong những năm tới sẽ là bài kiểm tra với các DN về sức mạnh tranh giành thị phần và khả năng duy trì lợi nhuận và dòng tiền. Những DN yếu kém sẽ có nguy cơ bị gạt bỏ và DN mạnh sẽ có cơ hội giành lấy thị phần.

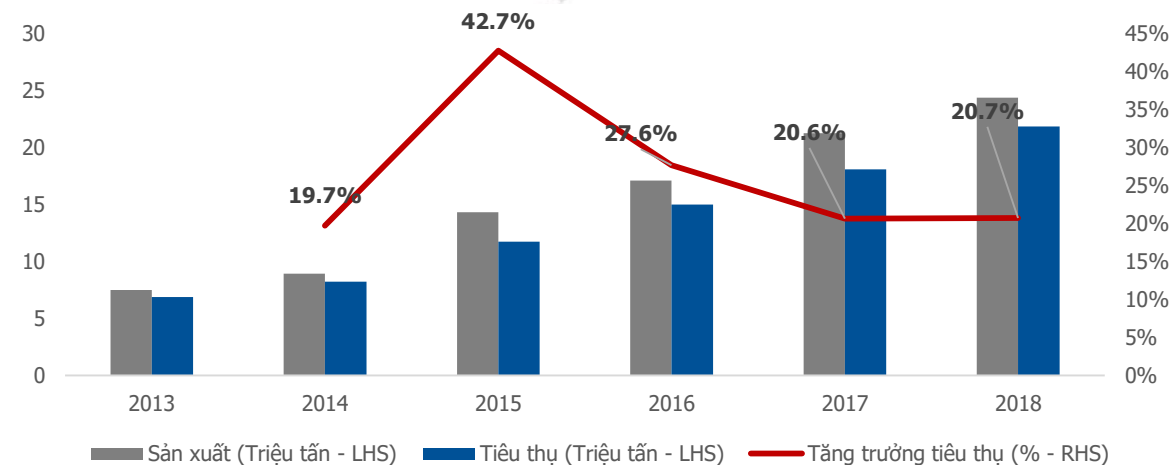
Ngành Thép

Ngành thép trong nước

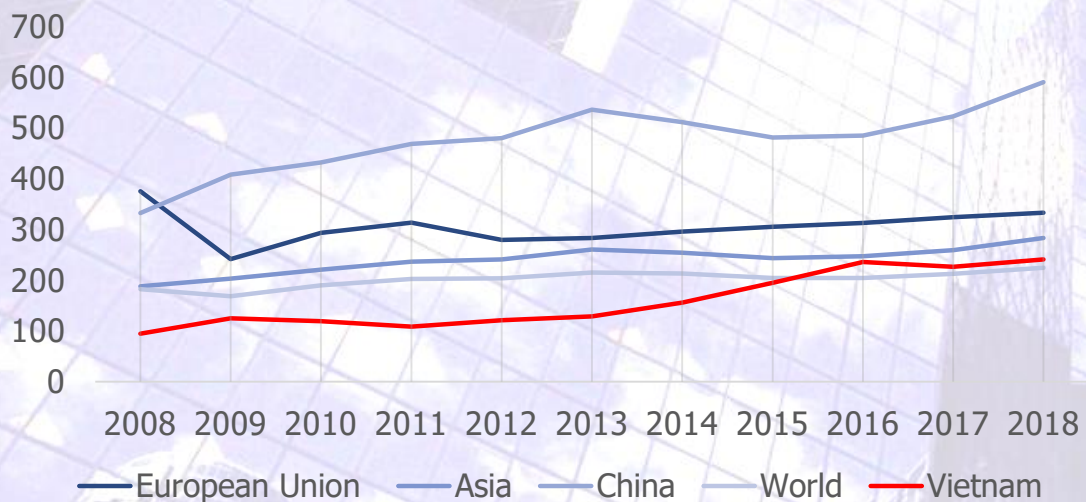
Tốc độ đô thị hóa: Dân số thành thị và nông thôn tại Việt Nam



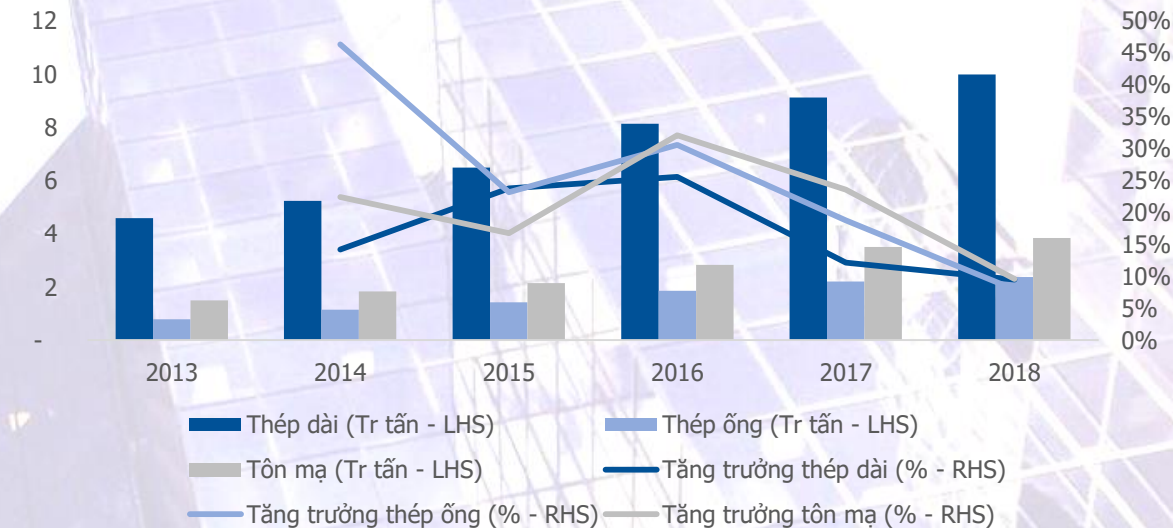
Sản lượng sản xuất / tiêu thụ thép Việt Nam



Tiêu thụ thép trên đầu người



Tăng trưởng tiêu thụ thép theo mảng tại Việt Nam



Ngành Thép

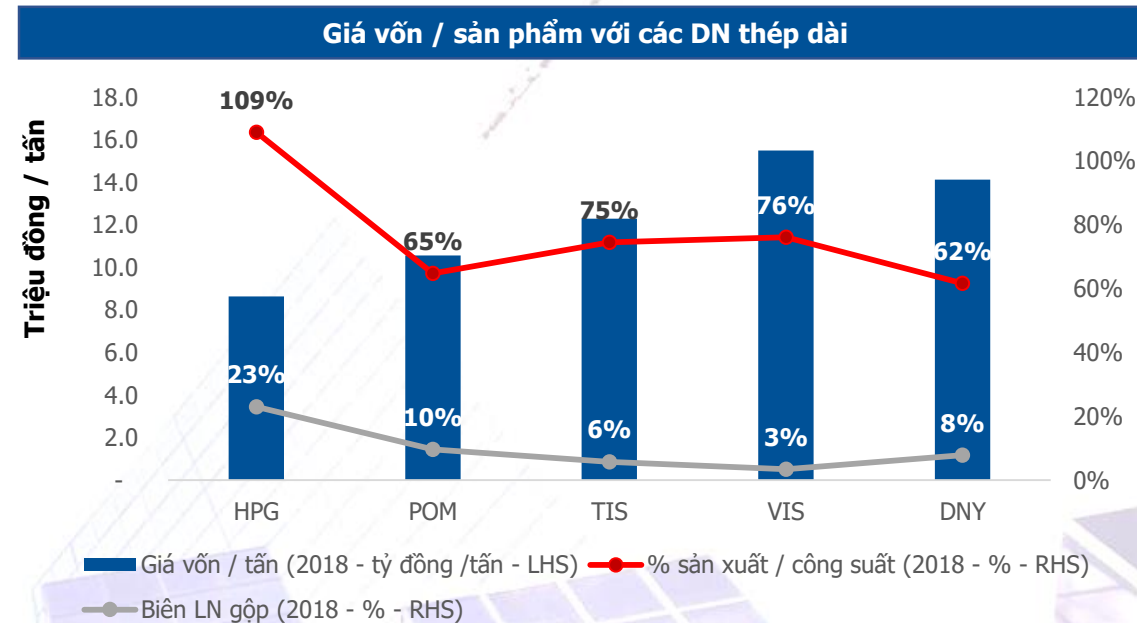
Ngành thép trong nước

Mã CP	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	Nợ / Vốn CSH	Biên LN Gộp	Biên LN ròng	ROE	P/E	P/B
Thép dài - sử dụng lò BOF (lò cao & lò thổi Oxy)								
HPG	64,537	56,760	60%	21%	15%	17%	9.2	1.4
TIS	1,858	10,017	295%	6%	1%	4%	21.8	1.0
Thép dài - sử dụng lò EAF (lò điện)								
POM	1,443	13,690	160%	6%	3%	-6%	N/A	0.4
VIS	1,849	5,315	201%	-3%	-6%	-45%	N/A	3.2
Tôn mạ								
HSG	3,457	35,242	278%	12%	1%	3%	19.0	0.6
NKG	1,240	15,057	149%	5%	0%	-4%	N/A	0.4
DTL	1,916	3,515	117%	5%	0%	-9%	N/A	1.7
Thương mại thép								
SMC	631	16,739	171%	4%	1%	5%	9.5	0.5
TLH	427	6,051	63%	6%	1%	-3%	N/A	0.3
Trung bình			166%	7%	2%	-4%	14.9	1.1
Trung vị			160%	6%	1%	-3%	14.3	0.6

Dữ liệu tháng 12/2019, nguồn: Bloomberg

Quan điểm đầu tư:

- Tập trung vào các doanh nghiệp: **(1) DN đầu ngành, có lợi thế về quy mô và công nghệ, (2) Thị phần cao và sức cạnh tranh cao (3) tình hình tài chính lành mạnh => Tập trung vào HPG**
- **Các công ty khác không khuyến nghị do:** (1) hoạt động chưa hiệu quả và biên lợi nhuận thấp; (2) quy mô nhỏ và do đó lợi thế cạnh tranh thấp; (3) DN có sở hữu nhà nước và triển vọng tư nhân hóa chưa rõ ràng. Các công ty này sẽ phải đối mặt với những thách thức lớn trong môi trường cạnh tranh đang gia tăng, cần theo dõi thêm.



Doanh nghiệp	Ticker	Công suất (Tr tấn)	Sản phẩm	Phương pháp sản xuất
Formosa Hà Tĩnh	Chưa NY	7.5	HRC, phôi thép, thép dài	BOF
Hòa Phát Group	HPG	3	Thép dài, ống thép	BOF
VinaKyoie	Chưa NY	1	Thép dài	BOF
Pomina Steel	POM	1.5	Thép dài, phôi thép	EAF
POSCO SS	Chưa NY	1	Thép dài, CRC	EAF
Thép Thái Nguyên	TIS	1	Thép dài, ống thép	BOF
Hoa Sen	HSG	3	Ống thép, tôn mạ	N/A
Nam Kim	NKG	1.5	Tôn mạ	N/A

Source: Bloomberg, MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: 32.400 VNĐ (+43%)

Luận điểm đầu tư

- **HPG là công ty dẫn đầu thị trường thép tại Việt Nam**, với sức khỏe tài chính và khả năng cạnh tranh mạnh mẽ. HPG có giá thành sản xuất thấp hơn hẳn so với các đối thủ trong nước và nhiều DN nước ngoài, vì vậy ngay cả trong hoàn cảnh khó khăn của ngành, HPG sẽ có cơ hội lớn để giành thị phần.
- **Tiềm năng tăng trưởng dài hạn** của các dự án mới, đặc biệt là dự án Khu liên hợp thép Dung Quất, sẽ nâng cao đáng kể năng lực sản xuất và doanh thu của công ty - gấp đôi công suất của thép dài và sản phẩm HRC mới giúp HPG tận công vào thị trường tôn mạ.
- Năm 2020, HPG tập trung vào mục tiêu thị phần thay vì tỷ suất lợi nhuận, tăng trưởng về sản lượng bán hàng và thị phần sẽ mở rộng đáng kể sau khi lò cao số 1 và số 2 hoàn tất chạy thử vào khoảng Q1 & Q2/2020. Vì vậy triển vọng dài hạn của HPG là rất tích cực, do ngành thép Việt Nam còn nhiều tiềm năng.

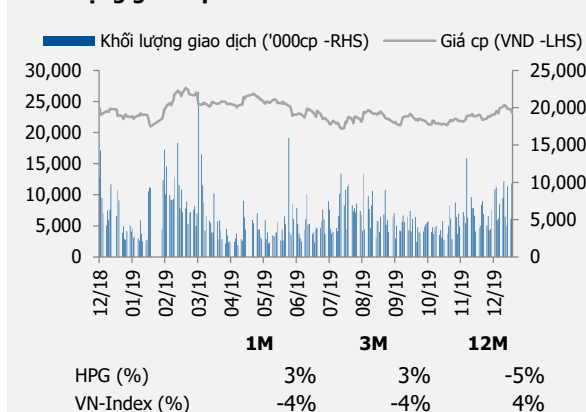
Rủi ro chính

- Rủi ro chung đối với thép Việt Nam: (1) tính chất biến động chu kỳ và ngắn hạn của giá thép và giá quặng sắt; (2) rủi ro từ thắt dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh trong nước do các DN gia tăng năng lực sản xuất.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 32.500 đồng (tăng 34%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 14,6% (Re 18,5% và Rd 10%).

Biến động giá cổ phiếu



Các chỉ số chính:

Ngày báo cáo	17-12-2019
Thị giá ngày báo cáo	22,650 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	32,400 VND/cp
Tăng / giảm (%)	43%
Mã Bloomberg	HPG VN
Vốn hóa	62,538 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 20,600 – VND 27,192
KLGD BQ	125 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	38%

Đơn vị: tỷ đồng	2018A	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	55,836	61,561	71,908	94,746
EBIT	10,550	10,374	12,315	14,882
LNST	8,601	7,871	9,715	10,382
EPS (VND)	3,866	2,671	3,296	3,523
Tăng trưởng EPS (%)	-26%	-31%	23%	7%
P/E (x)	8.0	8.5	6.9	6.4
EV/EBITDA (x)	6.8	6.0	4.0	2.9
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	420	600	600	600
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%	7%
P/B (x)	1.6	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	21%	14%	15%	15%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	60%	60%	61%	54%

Nguồn: MBS Research

Nguồn: HPG, MBS Research

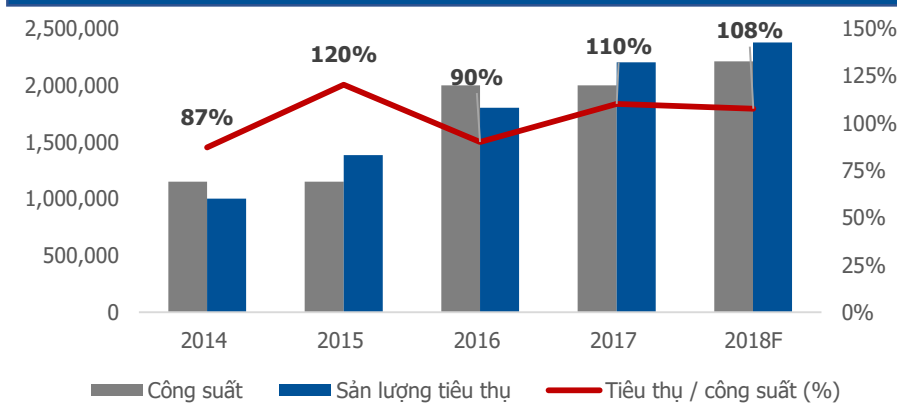
Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

MUA; Giá mục tiêu: 32.400 VNĐ (+43%)

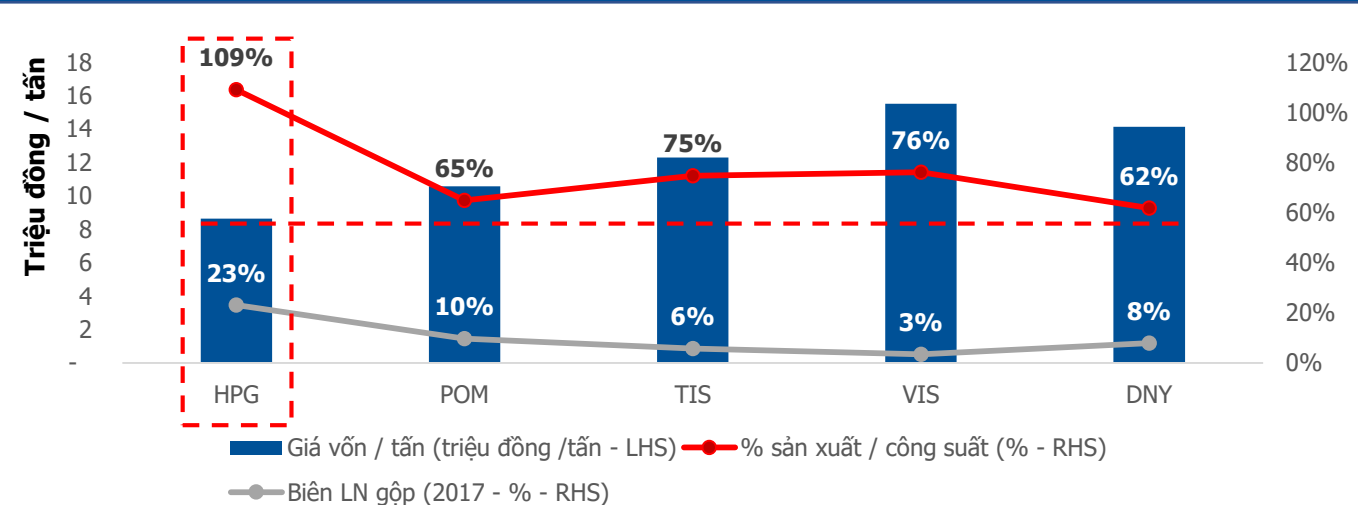
Động lực tăng trưởng: Thép xây dựng!

- **Lợi thế cạnh tranh:** sản phẩm chất lượng cao, thương hiệu uy tín, chi phí giá thành thấp hơn cùng ngành do quy mô lớn, chuỗi giá trị hoàn thiện và kinh nghiệm lâu năm trên thị trường.
- **Công suất** hiện tại: 2,3 triệu tấn mỗi năm. Thị phần hiện tại: 24%. Công suất thép xây dựng sau Dung Quất: 4,3 triệu tấn / năm (không bao gồm HRC). Thị phần dự kiến vào năm 2019 sau Dung Quất: hơn 30% (chúng tôi kỳ vọng khoảng 35% sau khi đạt đủ công suất).
- **Dự án Dung Quất có hệ thống cảng biển sâu** cho phép tàu hơn 200.000 tấn, khiến chi phí hậu cần cho vật liệu và đầu ra rẻ hơn nhiều so với trước đây.
- **Chiến lược cho năm tới:** tập trung vào việc giành thị phần (có thể dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp hơn).

Công suất thiết kế & sản lượng tiêu thụ của HPG



Giá vốn / tấn và tỷ lệ sử dụng nhà máy của HPG



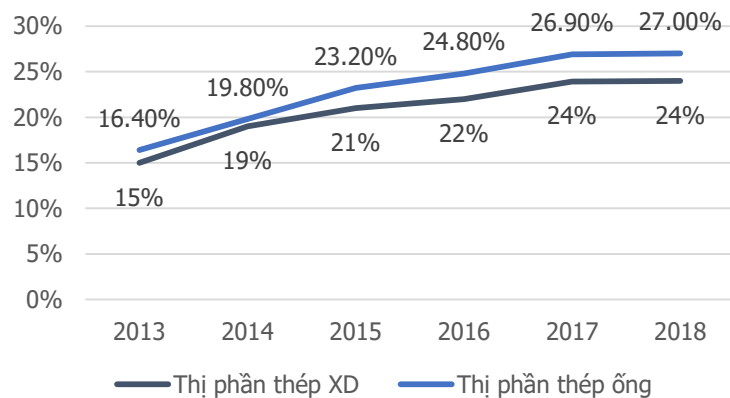
HPG	2018 (tấn)	2019 (tấn)	Thay đổi (%)	Thị phần 2018	Thị phần 2019
Tháng 1	197,861	249,574	26%	26%	27%
Tháng 2	163,549	200,355	23%	24%	25%
Tháng 3	180,083	246,904	37%	22%	25%
Tháng 4	177,996	236,793	33%	21%	26%
Tháng 5	228,089	226,037	-1%	22%	25%
Tháng 6	146,901	185,943	27%	19%	23%
Tháng 7	199,209	235,166	18%	24%	26%
Tháng 8	179,400	193,321	8%	22%	24%
Tháng 9	220,998	193,067	-13%	27%	24%
Tháng 10	250,060	221,277	-12%	28%	26%
Tháng 11	220,000	300,000	36%	26%	
Tháng 12	213,013				
Total	2,377,159	2,700,000 (dự phóng)	26%	24%	25%

Nguồn : HPG, Bloomberg, MBS Research

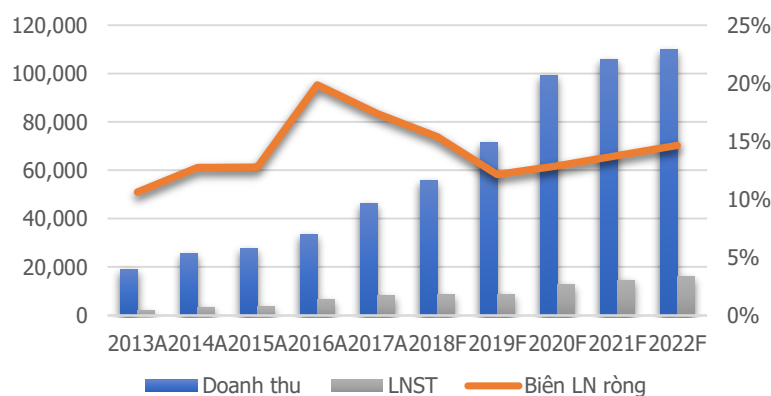
Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

MUA; Giá mục tiêu: 32.400 VNĐ (+43%)

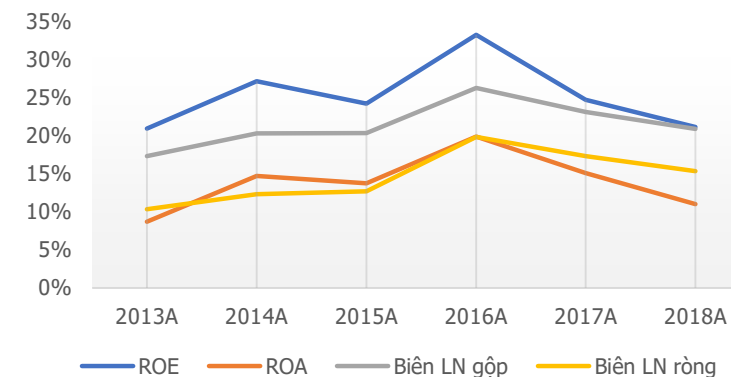
Thị phần HPG theo từng năm



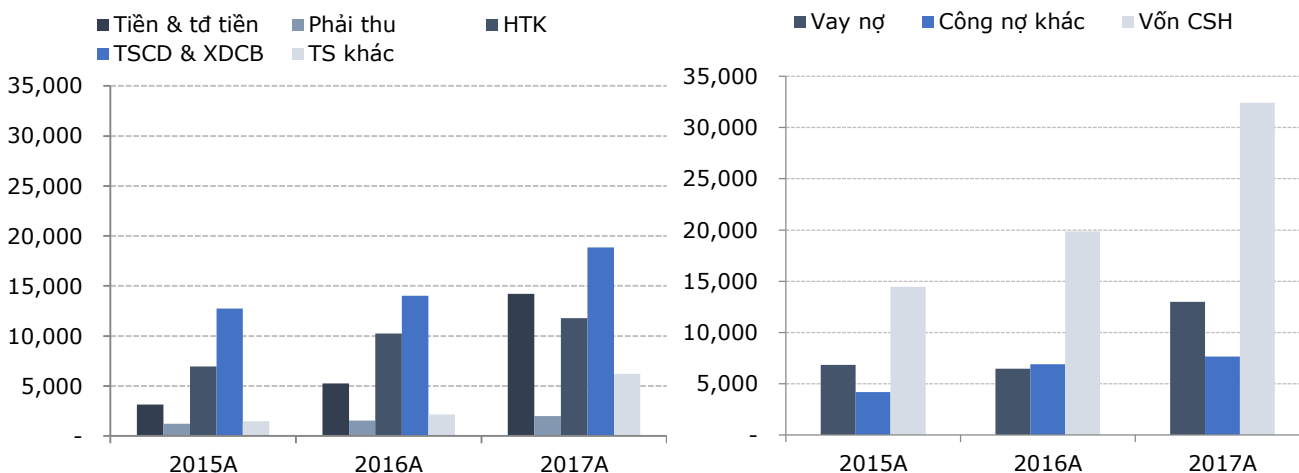
Doanh thu & Lợi nhuận



Các tỷ số lợi nhuận



HPG – Bảng cân đối kế toán



Các tỷ số tài chính / vòng quay

Dupont	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
LNST / Doanh thu	0,20 x	0,17 x	0,15 x	0,12 x	0,13 x
Tài sản / Vốn CSH	1,67 x	1,64 x	1,93 x	1,86 x	1,71 x
Doanh thu / Tài sản	1,00 x	0,87 x	0,71 x	0,77 x	0,93 x
ROE	33,28%	24,74%	21,18%	16,84%	20,65%

Số ngày vòng quay	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Vòng quay phải thu	15 days	14 days	14 days	13 days	12 days
Vòng quay HTK	128 days	113 days	107 days	101 days	98 days
Vòng quay phải trả	47 days	41 days	60 days	53 days	35 days
Chu kỳ tiền mặt	95 days	86 days	60 days	61 days	75 days

Nguồn: HPG, Bloomberg, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

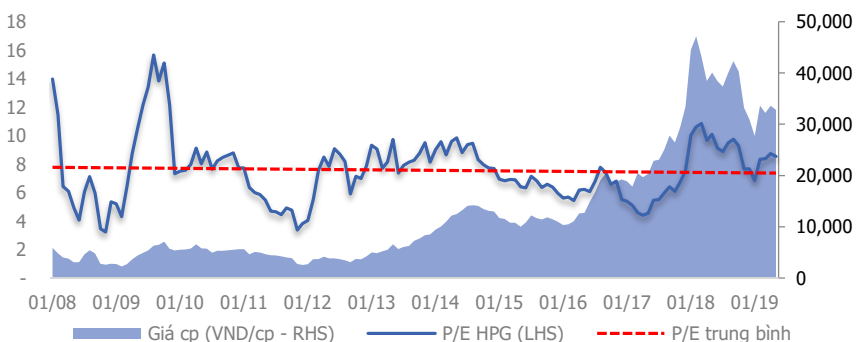
MUA; Giá mục tiêu: 32.400 VNĐ (+43%)

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 32.400 đồng (tăng 34%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 14,6% (Re 18,5% và Rd 10%), tương đương P/E năm 2019 khoảng 10,3 lần và 2020 khoảng 7,0 lần.

Phương pháp FCFF	Tỷ suất lựa chọn
WACC	14,6%
Tốc độ tăng trưởng cuối	2%
Giá mục tiêu (VNĐ / cổ phiếu)	32.400

P/E trượt của HPG



DỰ PHÓNG

- Sau khi dự án Dung Quất đi vào hoạt động, chúng tôi dự phóng doanh thu và thị phần của HPG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, do HPG là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trên thị trường, sức cạnh tranh cao và sức khỏe tài chính tốt.
- Tuy nhiên, **biên lợi nhuận của công ty** trong những năm đầu Dung Quất đi vào hoạt động có thể giảm sút do: (1) áp lực lên giá bán do cạnh tranh về thị phần; (2) cạnh tranh tăng lên tại thị trường trong nước, đặc biệt khi HPG đầu tư vào 2 mảng mới là thị trường Miền Nam và thị trường tôn mạ; (3) rủi ro tính chu kỳ và sức ép từ thép thế giới, đặc biệt là Trung Quốc

Dự phóng KQKD

Tỷ VNĐ	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Sản lượng thép XD	2,202,664	2,377,159	2,700,000	3,300,000	3,800,000	4,300,000	4,500,000
<i>Tăng trưởng</i>	22%	8%	14%	22%	15%	13%	5%
Sản lượng ống thép	581,000	653,900	686,595	720,925	756,971	794,820	834,561
<i>Tăng trưởng</i>	11%	13%	5%	5%	5%	5%	5%
Doanh thu	46,162	55,836	61,561	71,908	94,746	104,880	111,319
<i>Tăng trưởng</i>	39%	21%	10%	17%	32%	11%	6%
Giá vốn	35,536	44,166	49,938	58,095	77,878	85,204	89,617
Lợi nhuận gộp	10,626	11,671	11,622	13,813	16,867	19,676	21,702
<i>Tăng trưởng</i>	21%	10%	0%	19%	22%	17%	10%
LNST	8,015	8,601	7,871	9,715	10,382	13,112	15,294
<i>Tăng trưởng</i>	21%	7%	-8%	23%	7%	26%	17%
EPS	5,225	3,866	2,671	3,296	3,523	4,449	5,189
<i>Tăng trưởng</i>	-29%	-26%	-31%	23%	7%	26%	17%
BVPS	21,355	19,120	19,906	23,376	25,621	28,791	32,771
ROE	24.7%	21.1%	14.3%	15.0%	14.6%	16.4%	16.8%
ROA	15.1%	11.0%	7.9%	8.3%	8.2%	9.9%	10.9%

Nguồn : HPG, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

MUA; Giá mục tiêu: 32.400 VNĐ (+43%)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	46,162	55,836	61,561	71,908	94,746
Giá vốn hàng bán	35,536	44,166	49,938	58,095	77,878
Lợi nhuận gộp	10,626	11,671	11,622	13,813	16,867
Doanh thu hoạt động tài chính	186	294	361	651	928
Chi phí tài chính	556	772	1,250	1,668	3,875
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,004	1,121	1,248	1,498	1,985
Lợi nhuận trước thuế	9,288	10,071	9,484	11,296	11,934
Lợi nhuận sau thuế	8,015	8,601	7,871	9,715	10,382
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	8,007	8,573	7,846	9,684	10,349
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	8	28	25	31	33

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	33,068	26,014	36,080	56,992	69,858
I. Tiền & tương đương tiền	4,265	2,516	14,611	32,083	36,858
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	9,937	3,725	714	736	758
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,964	2,244	2,321	2,711	3,573
IV. Hàng tồn kho	11,749	14,115	14,669	17,065	22,877
V. Tài sản ngắn hạn khác	5,154	3,414	3,764	4,397	5,793
Tài sản dài hạn	19,954	52,211	63,370	60,203	56,470
I. Các khoản Phải thu dài hạn	22	22	25	29	38
II. Tài sản cố định	13,198	12,783	22,994	44,132	51,439
1. Tài sản cố định hữu hình	13,012	12,565	22,789	43,937	51,256
2. Tài sản cố định vô hình	186	217	206	194	183
III. Bất động sản đầu tư	191	180	168	156	144
IV. Tài sản dở dang dài hạn	5,469	37,404	38,190	13,585	1,865
V. Đầu tư tài chính dài hạn	17	67	67	67	67
VI. Tài sản dài hạn khác	1,058	1,756	1,927	2,236	2,918
Tổng tài sản	53,022	78,225	99,450	117,195	126,328
Nợ phải trả	20,625	37,616	44,487	52,653	55,586
I. Nợ ngắn hạn	18,520	24,299	24,193	26,015	28,721
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	7,191	12,804	10,823	12,646	16,689
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	11,329	11,495	13,370	13,370	12,033
II. Nợ dài hạn	2,105	13,317	20,294	26,638	26,864
1. Các khoản phải trả dài hạn	453	506	572	665	892
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,651	12,811	19,722	25,972	25,972
Vốn chủ sở hữu	32,398	40,609	54,963	64,542	70,742
1. Vốn điều lệ	15,171	21,239	27,611	27,611	27,611
2. Thặng dư vốn cổ phần	3,202	3,212	3,212	3,212	3,212
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	13,397	15,111	23,126	32,478	38,587
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	111	128	174	204	223
5. Vốn khác	517	919	841	1,038	1,109
Tổng nguồn vốn	53,022	78,225	99,450	117,195	126,328

Chỉ số chính	2017	2018F	2019F
Định giá			
EPS	3,866	2,671	3,296
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	19,120	19,906	23,376
P/E	8.0	8.5	6.9
P/B	1.6	1.1	1.0
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	21%	19%	19%
Biên EBITDA	23%	22%	24%
Biên lợi nhuận sau thuế	15%	13%	14%
ROE	21%	14%	15%
ROA	11%	8%	8%
Tăng trưởng			
Doanh thu	21%	10%	17%
Lợi nhuận trước thuế	8%	-6%	19%
Lợi nhuận sau thuế	7%	-8%	23%
EPS	-26%	-31%	23%
Tổng tài sản	48%	27%	18%
Vốn chủ sở hữu	25%	35%	17%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.07	1.49	2.19
Thanh toán nhanh	0.26	0.63	1.26
Nợ/tài sản	31%	33%	34%
Nợ/vốn chủ sở hữu	60%	60%	61%
Khả năng thanh toán lãi vay	19.54	10.44	9.00
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	26.1	26.5	28.1
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	14 ngày	14 ngày	13 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	3.4	3.5	3.6
Thời gian tồn kho bình quân	108 ngày	106 ngày	100 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	6.1	5.4	6.5
Thời gian trả tiền bình quân	60 ngày	68 ngày	56 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
LCTT từ HĐ kinh doanh	7,600	10,842	12,594
LCTT từ HĐ đầu tư	-20,491	-13,950	-1,403
LCTT từ HĐ tài chính	11,143	15,203	6,280
LCTT trong kỳ	-1,748	12,096	17,471
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	4,265	2,516	14,611
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	2,517	14,611	32,083

Nguồn: HPG, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)



(Định giá: N/A)

Cập nhật doanh nghiệp

- Theo BCTC 2019, doanh thu chỉ đạt 28.035 tỷ đồng (-19% theo năm), LNST chỉ đạt 361 tỷ đồng (-12% theo năm), đều kém xa so với kế hoạch 2019 với doanh thu 31.500 và LNST 500 tỷ đồng. Kế hoạch lợi nhuận của DN trong năm 2019 là khá tham vọng, trong tình hình cạnh tranh trong ngành tăng gay gắt (các DN đều tăng công suất và sự tham gia của HPG) và hoạt động xuất khẩu ngày càng khó khăn hơn với xu hướng bảo hộ gia tăng trên thế giới.
- Nợ vay của HSG đã giảm đáng kể, cụ thể nợ vay ngắn hạn giảm từ mức 10.880 tỷ về 6.706 tỷ đồng, nợ vay dài hạn giảm từ 3.462 về 2.986 tỷ đồng.
- Mặc dù trong 2019 HSG đầu cơ NVL không thành công, chúng tôi cho rằng HSG vẫn sẽ tiếp tục hoạt động này trong các năm tới do Chủ tịch đã từng phát biểu "Từ trước đến nay 50% lợi nhuận HSG đến từ đầu cơ nguyên liệu, và sẽ tiếp tục như vậy".

Luận điểm đầu tư

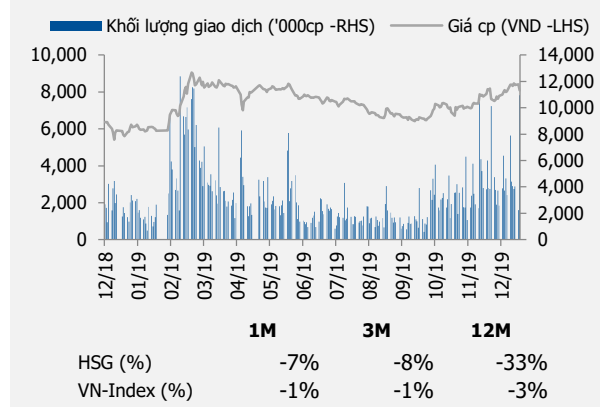
- HSG hiện vẫn là công ty dẫn đầu thị trường tôn mạ tại Việt Nam.** HSG phát triển kênh phân phối riêng nhằm tối đa hóa doanh số bán hàng trong nước và trực tiếp kiểm soát giá bán tới người dùng cuối. **Thị trường tôn mạ tại Việt Nam vẫn có triển vọng tiêu thụ dài hạn tốt**, do tốc độ đô thị hóa cao.

Rủi ro chính

- Rủi ro chung đối với thép Việt Nam:** (1) tính chất chu kỳ của giá cả hàng hóa thép; (2) áp lực từ thặng dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh gia tăng tại địa phương do các đối thủ cạnh tranh tăng năng lực.
- Rủi ro quản trị doanh nghiệp** do công ty có quy mô không lớn, sức khỏe tài chính không ổn định và giao dịch nhiều với các bên liên quan. Ngoài ra HSG thực hiện đầu cơ giá NVL khiến KQKD biến động rất mạnh qua các năm.
- Tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu** gần 2 lần, **dòng tiền chịu rủi ro** do: Chi phí cho việc duy trì hệ thống bán hàng, phụ thuộc vào giá hàng hóa HRC nhập khẩu.
- Rủi ro dài hạn** từ việc Tập đoàn Hòa Phát (HPG) tham gia cạnh tranh tại thị trường tôn mạ trong nước, có chuỗi giá trị chủ động từ khâu sản xuất HRC.

=> **Cần theo dõi thêm**

Biến động giá cổ phiếu



Chỉ số chính – 17.12.2019

Giá hiện tại	VND 8.130
Giá mục tiêu	N/A
Upside	N/A
Bloomberg	HSG VN Equity
Vốn hóa thị trường	3.442 tỷ VND 147 triệu USD
Biến động giá 52 tuần	5.418 VND 12.091 VND
Giá trị giao dịch trung bình ngày	36 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	17%

Đơn vị: tỷ đồng	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh thu	17,894	26,149	34,441	28,035
EBIT	2,136	2,104	1,266	970
LNST	1,504	1,332	409	361
EPS (VND)	-	3,539	1,031	828
Tăng trưởng EPS (%)	0%	0%	-71%	-20%
P/E (x)	7.2	6.9	6.3	9.7
EV/EBITDA (x)	5.7	7.1	6.9	5.4
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	700	700	300	300
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	5%	4%	15%	6%
P/B (x)	2.4	1.7	0.5	0.6
ROE (%)	36%	26%	8%	7%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	140%	229%	278%	177%

Nguồn: MBS Research

Nguồn: HPG, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (HSX: NKG)

(Định giá: N/A)

Cập nhật doanh nghiệp

- **9T/2019**, doanh thu thuần đạt 8.975 tỷ đồng, giảm 20,9% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt hơn 40 tỷ đồng, giảm 83% so với cùng kỳ, dù công ty đã tiết giảm được khoản lớn chi phí tài chính, chi phí bán hàng và cả chi phí quản lý doanh nghiệp. NKG theo quý tuy đã cải thiện, tuy nhiên chi phí lãi vay sẽ tiếp tục ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của NKG.
- Tổng sản lượng các sản phẩm tấm thép mạ kẽm và ống thép bán ra của NKG đạt 500.200 tấn trong 9 tháng 2019, giảm 11% YoY. Doanh số trong nước tăng 11% phần nào bù đắp cho mức giảm 31% của doanh số xuất khẩu.
- Trong năm tại Q2/2019 NKG ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ thanh lý tài sản nhà máy Nam Kim 1, trong năm 2020 sẽ không còn khoản này. Chúng tôi dự báo LNST năm 2020 của NKG ở mức khoảng 30-40 tỷ đồng với mức giá HRC như hiện nay.

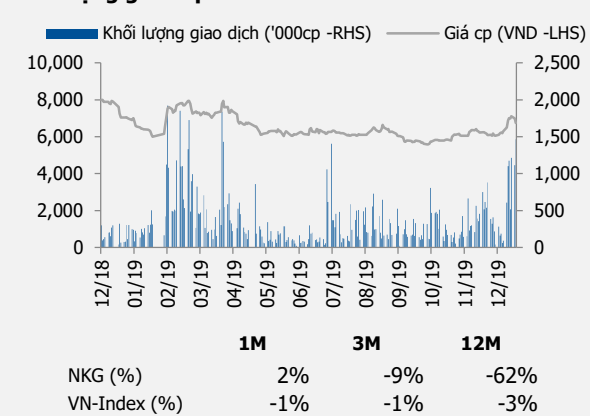
Luận điểm đầu tư

- **NKG là công ty hàng đầu tại thị trường tôn mạ tại Việt Nam**, với doanh số bán hàng trong nước tăng trưởng trong vài năm qua.
- **Giá cổ phiếu đã giảm khá mạnh**: hiện tại NKG đang giao dịch với tỷ lệ P/B khoảng 0,5 lần. Tình hình kinh doanh cốt lõi đã dần cải thiện hơn so với các quý trước đây.

Rủi ro chính

- **Rủi ro chung đối với thép Việt Nam**: (1) tính chất chu kỳ của giá cả hàng hóa thép; (2) áp lực từ thặng dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh gia tăng tại địa phương do các đối thủ cạnh tranh tăng năng lực.
- **Rủi ro quản trị doanh nghiệp** do công ty có quy mô không lớn, sức khỏe tài chính không ổn định và giao dịch nhiều với các bên liên quan.
- **Thị phần suy giảm** trong thời gian gần đây, Q3/2018 mất vị trí thứ 2 về thị phần cho Tôn Đông Á – một DN chưa niêm yết. **Rủi ro dài hạn** từ việc Tập đoàn Hòa Phát (HPG) tham gia cạnh tranh tại thị trường tôn mạ trong nước.
- **Tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu** trên 3 lần, **dòng tiền chịu rủi ro** do phụ thuộc vào giá hàng hóa HRC nhập khẩu. => **Cần theo dõi thêm**

Biến động giá cổ phiếu



Chỉ số chính – 17.12.2019

Giá hiện tại	VND 6.900
Giá mục tiêu	N/A
Upside	N/A
Bloomberg	NKG VN Equity
Vốn hóa thị trường	1.256 tỷ VND
	53 triệu USD
Biến động giá 52 tuần	6.000 VND
	18.200 VND
Giá trị giao dịch trung bình ngày	5 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	42%

Đơn vị: tỷ đồng	2015A	2016A	2017A	2018A
Doanh thu	5,751	8,936	12,619	14,812
EBIT	310	796	1,024	390
LNST	126	518	708	57
EPS (VND)	-	7,449	5,279	306
Tăng trưởng EPS (%)			-29%	-94%
P/E (x)	4.5	4.7	7.3	25.9
EV/EBITDA (x)	6.9	6.9	8.1	6.6
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	300	500	300	300
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	3%	0%	0%
P/B (x)	0.9	1.5	1.7	0.5
ROE (%)	20%	33%	24%	2%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	309%	263%	210%	149%

Nguồn: MBS Research

Nguồn: HPG, MBS Research

Ngành Hàng không

Vươn tới những tầm cao!

- **Triển vọng hành khách hàng không**
- Thị trường quốc nội giảm tốc
- Thị trường quốc tế duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số
- **Cơ sở hạ tầng hàng không**
- Thiết kế sân bay thiếu hiệu quả
- Kỳ vọng vào các dự án mở rộng hạ tầng hàng không
- Sân bay quốc tế Long Thành – Sân bay trực quốc gia mới
- **Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV)**

Khoa Nguyen

(+84) 912323051

Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn

Ngành Hàng không

Quan điểm MBS – Tổng quan cổ phiếu ngành hàng không

Đối tượng	Luận điểm đầu tư	Hạn chế
Hãng hàng không HVN VJC	<ul style="list-style-type: none"> Các hãng hàng không hoàn toàn hưởng lợi tốc độ tăng trưởng hành khách hàng không hai chữ số. 	<ul style="list-style-type: none"> Cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn. Bamboo Airways cùng các hãng hàng không tiềm năng khác sẽ gây nhiều khó khăn hơn cho Vietnam Airlines và VietjetAir. Thị phần được cơ cấu lại cùng biên lợi nhuận thấp hơn do cạnh tranh giá vé sẽ tác động bất lợi tới tăng trưởng lợi nhuận hai anh cả ngành hàng không.
Dịch vụ hàng không ACV AST SAS SCS SGN	<ul style="list-style-type: none"> Lưu lượng hành khách tiếp tục tăng trưởng bất chấp quá tải nhà ga. Với một đường băng, một sân bay bất kỳ có khả năng phục vụ hơn 15 triệu hành khách chừng nào cơ sở hạ tầng như đường lăn, sân đỗ, nhà ga đồng bộ tương xứng. Theo kế hoạch đầu tư, tốc độ tăng trưởng nhanh sẽ được đảm bảo với những sân bay được mở rộng lớn hơn. Công ty hàng không lớn nhất vận hành 21 trên 22 cảng hàng không với nguồn lực tài chính dồi dào. Taseco Air hưởng lợi đáng kể từ bùng nổ du lịch nhờ vào chuỗi quầy hàng bán lẻ tại 7 trên 10 cảng hàng không quốc tế. Công ty liên kết – Suất ăn hàng không VinaCS có lãi từ 2019. Sasco có vị thế vững chắc tại Tân Sơn Nhất IA, độc quyền kinh doanh hàng miễn thuế, chiếm hơn 70% điểm bán lẻ tại nhà ga, và kinh doanh phòng khách thương gia tại cụm sân bay phía Nam. SCS là một trong hai đơn vị vận hành nhà ga hàng hóa tại Tân Sơn Nhất IA. Trong khi đối thủ CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) đang hoạt động vượt công suất và không thể mở rộng, SCS có thể tăng gấp rưỡi công suất với chi phí thấp khi chỉ cần lắp đặt trang bị trên nền đất hiện hữu. SGN cung cấp dịch vụ mặt đất chuyển bay tại cụm sân bay phía Nam gồm Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cẩm Ranh, và Phú Quốc theo kế hoạch; khách hàng lớn nhất là VietjetAir. 	<ul style="list-style-type: none"> Tân Sơn Nhất IA đang vận hành tại mức công suất đường băng. Là sân bay trục chính quốc gia phục vụ phần lớn các chuyến bay nội địa, Tân Sơn Nhất IA là lý do chính khiến thị trường quốc nội rơi vào trạng thái bão hòa. Chủ trường về vận hành và quyền sử dụng khu bay đối với ACV chưa được thông qua. Taseco Air thiếu quyền tự quyết với việc mở các điểm kinh doanh tại nhà ga do phụ thuộc hoàn toàn vào đơn vị vận hành nhà ga đó. Định giá kém hấp dẫn với P/E trượt 20,6 lần. Tốc độ tăng trưởng bị hạn chế bởi công suất nhà ga Tân Sơn Nhất Định giá hợp lý với P/E trượt 11,0 lần và lợi tức cổ tức 9,4%. Thanh khoản thấp với giá trị giao dịch bình quân 10 ngày chỉ 0,14 tỷ đồng Thị trường vận tải hàng hóa tăng trưởng chậm hơn hành khách; ngoài ra, tốc độ tăng trưởng bị hạn chế bởi công suất nhà ga Tân Sơn Nhất Định giá hợp lý với P/E trượt 16,9 lần và lợi tức cổ tức 5,5%. Thanh khoản thấp với giá trị giao dịch bình quân 10 ngày chỉ 0,81 tỷ đồng Thanh khoản thấp với giá trị giao dịch bình quân 10 ngày đạt 7,9 tỷ đồng

Ngành Hàng không

Danh mục khuyến nghị ngành hàng không Việt Nam

Mã CP	Công ty	Tăng trưởng LNST 2019	Tăng trưởng LNST 2020	LNST 2018 (tỷ đồng)	LNST 2019F (tỷ đồng)	LNST 2020F (tỷ đồng)	ROE 2018	EPS 2018 (VND)	EPS 2019F (VND)	EPS 2020F (VND)	BVPS 2019 (VND)	P/E 2019 (forward)	P/B 2019 (forward)	Khuyến nghị	Thị giá ngày khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Lợi tức kỳ vọng
HVN	Tổng công ty Hàng không Việt Nam	13,0%	-5,6%	2.335	2.639	2.493	12,0%	1.715	1.861	1.758	13.116	18,6	2,6	HOLD	34.650	34.000	-1,9%
VJC	CTCP Hàng không Vietjet	1,6%	4,6%	5.335	5.420	5.667	43,3%	9.850	10.072	10.818	28.661	14,3	5,0	HOLD	144.500	154.100	6,6%
ACV	Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam	23,9%	14,3%	6.135	7.604	8.694	21,2%	2.818	3.493	3.993	16.692	21,8	4,6	BUY	76.000	102.400	34,7%
AST	CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco	27,0%	16,3%	161	204	238	31,7%	4.470	4.542	5.280	15.544	19,8	5,8	HOLD	89.900	84.480	-6,0%
SAS	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	23,1%	21,5%	341	420	510	22,1%	2.556	3.145	3.821	12.131	11,1	2,9	HOLD	35.000	33.400	-4,6%
SCS	CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	12,6%	12,0%	416	468	524	48,0%	8.317	9.361	10.488	19.111	14,4	7,1	HOLD	135.000	142.000	5,2%
SGN	CTCP Phục vụ Mặt đất Sài Gòn	17,8%	12,7%	263	310	349	43,0%	10.981	9.246	10.419	33.805	7,7	1,9	BUY	80.300	104.200	29,8%

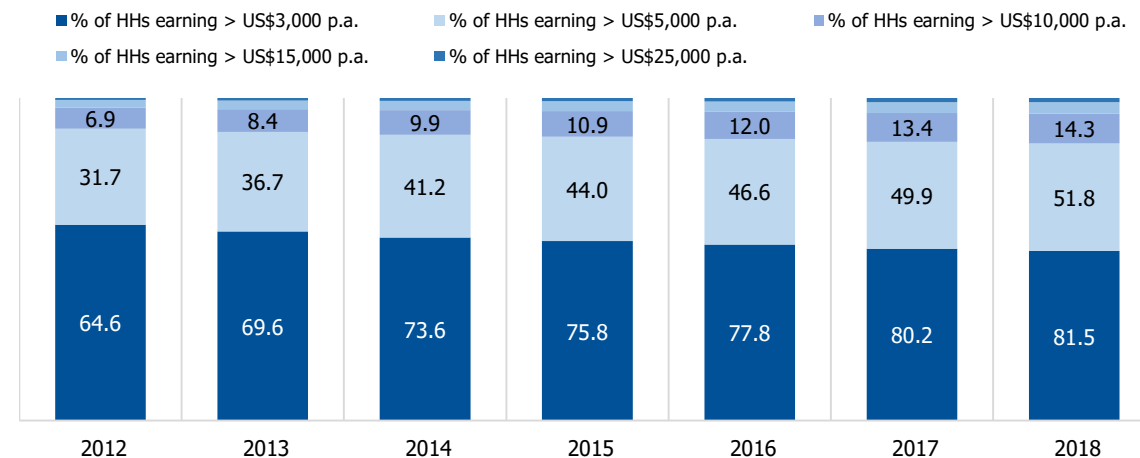
Ngành Hàng không

Quan điểm MBS – Thị trường quốc nội

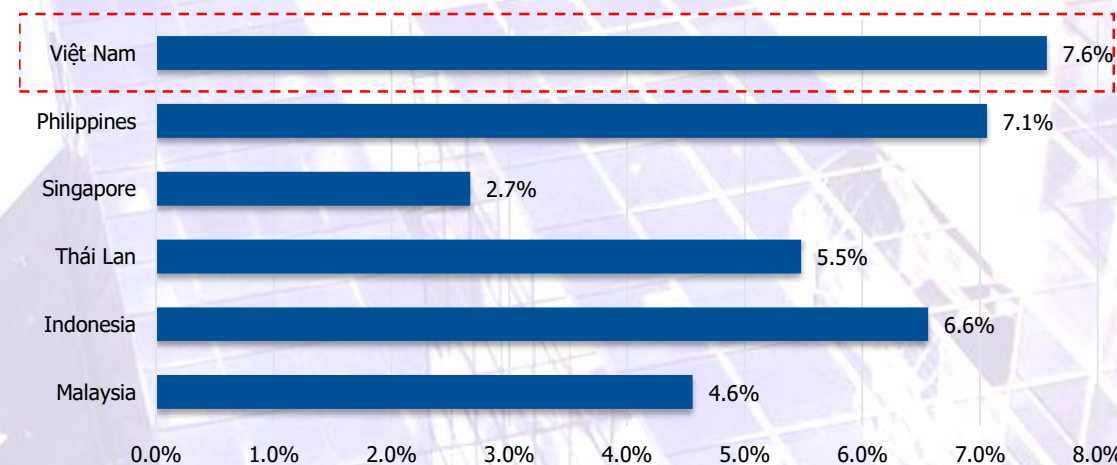
Tầng lớp trung lưu tăng, thị trường còn nhiều dư địa phát triển

- Thị trường quốc nội được dự phóng tăng trưởng ở mức CAGR **5,6%** mỗi năm trong giai đoạn 2018-2025 với động lực từ thu nhập người dân tăng lên, dân số vàng cùng tầng lớp trung lưu gia tăng, và tỷ trọng người Việt Nam bay hàng năm còn thấp.
- Tầng lớp trung lưu gia tăng cải thiện mức chi tiêu cho nhóm dịch vụ, thúc đẩy nhu cầu đi lại bằng đường hàng không nhiều hơn so với các loại hình khác.
- Tại khu vực Đông Nam Á, Quỹ tiền tệ quốc tế IMF đánh giá Việt Nam là nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng thu nhập hàng năm cao nhất trong giai đoạn 2018-2024; qua đó, thị trường quốc nội còn nhiều dư địa để tiếp tục phát triển.

Phân hóa thu nhập người dân Việt Nam



GDP bình quân đầu người CAGR 2018-2024F



Nguồn: Economist Intelligence Unit, World Economic Outlook 10/2019 - IMF

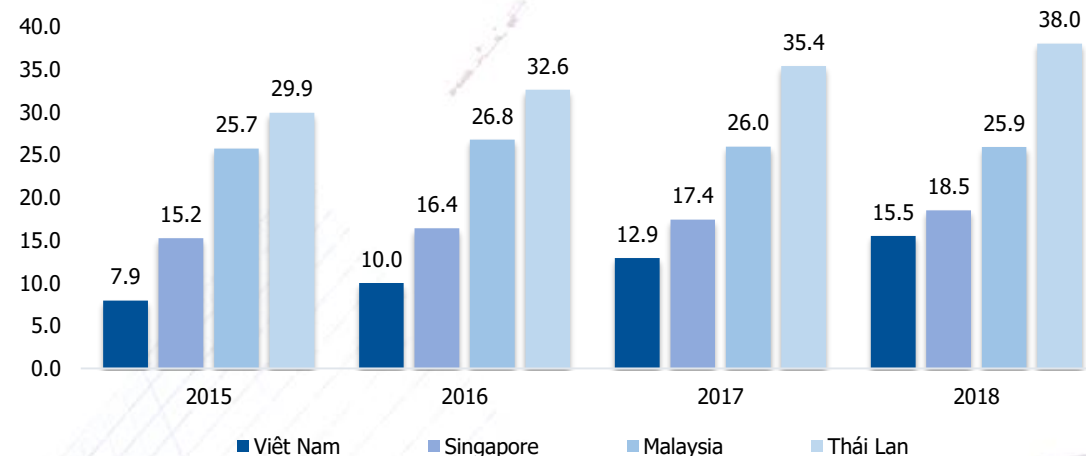
Ngành Hàng không

Quan điểm MBS – Thị trường quốc tế

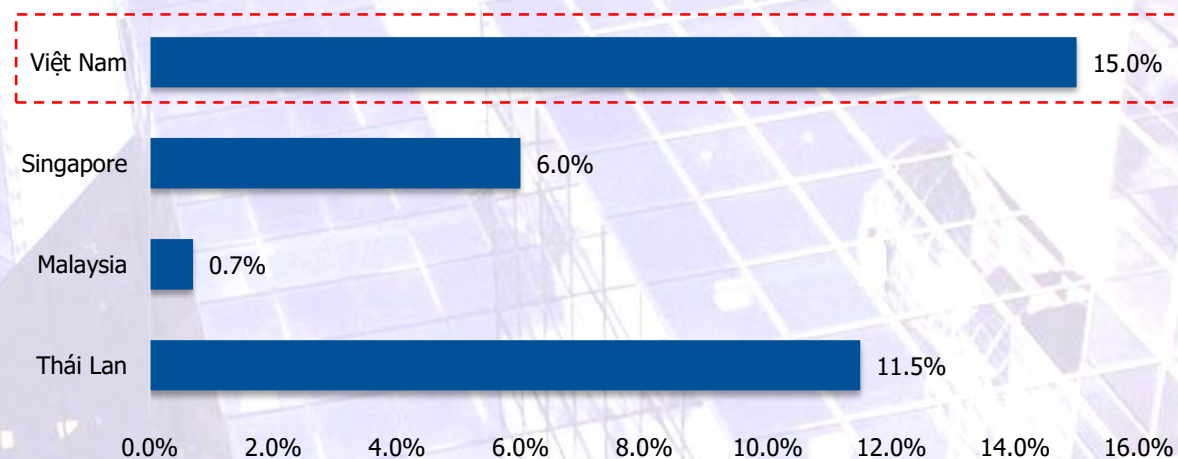
Tầng lớp trung lưu tăng, thị trường còn nhiều dư địa phát triển

- Thị trường quốc tế được dự phóng tăng trưởng ở mức CAGR 15,1% mỗi năm trong giai đoạn 2018-2025 với động lực từ nhóm du khách tới Việt Nam.
- Du lịch Việt Nam ngày càng tỏa sáng trên bản đồ du lịch thế giới phản ánh qua tốc độ tăng trưởng của lượt khách quốc tế tới Việt Nam. Cảnh quan thiên nhiên Việt Nam được các du khách bình chọn trong top 20 quốc gia đẹp nhất theo tạp chí du lịch Rough Guides.
- So sánh với các quốc gia du lịch trong khu vực như Thái Lan, Malaysia và Singapore, ngành du lịch Việt Nam còn tồn tại nhiều rào cản về cơ sở hạ tầng, môi trường, và cấp phép visa.
- Tuy nhiên đây cũng là cơ hội cho ngành du lịch Việt Nam cải thiện để bứt phá. Trong giai đoạn tiếp theo, Chính phủ sẽ tập trung phát triển mở rộng ngành du lịch Việt Nam, loại bỏ dần các rào cản, biến khu vực du lịch dịch vụ trở thành mũi nhọn tăng trưởng của Việt Nam.

Khách quốc tế đến (triệu lượt)



Tăng trưởng lượt khách quốc tế CAGR 2010-2018



Ngành Hàng không

Danh mục cảng hàng không Việt Nam và kế hoạch mở rộng hạ tầng

TT	Cảng hàng không	Mã sân bay	Số đường băng	Công suất (triệu khách)	Lượng hành khách (triệu)	Mở rộng nâng cấp	Thời gian dự kiến	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
1	Tân Sơn Nhất	SGN 4E	2	28,0	38,3	Mở rộng đường lăn, sân đỗ; xây mới nhà ga T3 công suất 20 triệu hành khách	2020-2023	11.430
2	Nội Bài	HAN 4E	2	25,0	26,1	Mở rộng nhà ga T2 tăng 5 triệu hành khách, bảo dưỡng khu bay Xây mới đường băng cấp 4F, nhà ga T3 10 triệu hành khách, nhà ga hàng hóa 200 nghìn tấn	2018-2020 2020-2030	5.860 66.450
3	Đà Nẵng	DAD 4E	2	8,0	13,2	Định hướng đô thị sân bay, mở rộng nhà ga T1/T2, xây mới nhà ga T3 10-15 triệu hành khách	2019-2025	7.135
4	Cam Ranh	CXR 4D	1	6,7	8,0	Mở rộng T2 lên 8 triệu hành khách, vận hành đường băng thứ 2, xây mới nhà ga T3	2020-2030	10.400
5	Phú Quốc	PQC 4C	1	4,0	3,4	Xây mới nhà ga T2 công suất 6 triệu hành khách, nâng cấp khu bay	2019-2025	5.350
6	Cát Bi	HPH 4E	1	2,0	2,2	Xây mới nhà ga T2 công suất 5-10 triệu hành khách, nhà ga hàng hóa 100-250 nghìn tấn	2019-2020	4.000
7	Cần Thơ	VCA 4E	1	3,0	0,8	Nâng cấp khu bay, bảo dưỡng đường băng	2019-2026	2.551
8	Phú Bài	HUI 4D	1	1,5	2,0	Xây mới nhà ga T2 công suất 5 triệu hành khách, nâng cấp khu bay	2019-2022	5.560
9	Vinh	VII 4C	1	2,0	2,0	Xây mới nhà ga T2 công suất 6 triệu hành khách, nâng cấp đường băng lên 4E	2019-2026	7.066
10	Vân Đồn	VDO 4E	1	2,5	NA	Đã hoàn thành giai đoạn 1, triển khai giai đoạn 2 tăng công suất lên 10 triệu hành khách	2020-2030	3.800
11	Điện Biên	DIN 3C	1	0,3	0,1	Nâng cấp khu bay đủ điều kiện vận hành máy bay A321/320	2021-2023	2.500
12	Thọ Xuân	THD 4C	1	1,2	0,9	Mở rộng nhà ga tăng công suất lên 2 triệu hành khách	2025-2027	800
13	Đồng Hới	VDH 4C	1	0,5	0,4	Nâng cấp khu bay, xây nhà ga mới tăng công suất lên 3 triệu hành khách	2020-2030	3.340
14	Chu Lai	VCL 4C	1	1,2	0,8	Xây dựng đường băng mới 4F thay đường băng cũ, xây mới nhà ga 5 triệu hành khách	2019-2025	8.560
15	Phù Cát	UIH 4C	1	1,2	1,8	Xây mới nhà ga T2 công suất 5 triệu hành khách, nâng cấp khu bay	2025-2027	3.950
16	Pleiku	PXU 4C	1	0,6	NA	Xây mới nhà ga T2 công suất 4 triệu hành khách, nâng cấp đường băng hiện tại lên 4D	2025-2027	3.250
17	Tuy Hòa	TBB 4C	1	0,6	0,4	Xây mới nhà ga T2 công suất 3 triệu hành khách, nâng cấp đường băng hiện tại lên 4D	2019-2025	1.940
18	Buôn Ma Thuật	BMV 4C	1	2,0	1,8	Bảo dưỡng nhà ga, khu bay	2019-2022	730
19	Liên Khương	DLI 4D	1	2,0	2,0	Xây mới nhà ga T2 công suất 5 triệu hành khách, nâng cấp khu bay	2019-2023	3.860
20	Rạch Giá	VKG 3C	1	0,2	NA	Tầm nhìn 2025: nâng cấp đường băng 4C, mở rộng nhà ga 0,5 triệu hành khách	2019-2025	NA
21	Cà Mau	CAH 3C	1	0,2	NA	Tầm nhìn 2030: nâng cấp đường băng 4C, mở rộng nhà ga 0,5 triệu hành khách	2020-2030	NA
22	Côn Đảo	VCS 3C	1	0,3	NA	Nâng cấp đường băng 4C, mở rộng nhà ga 2 triệu hành khách	2019-2022	3.020
Tổng cộng				93,0				161.552

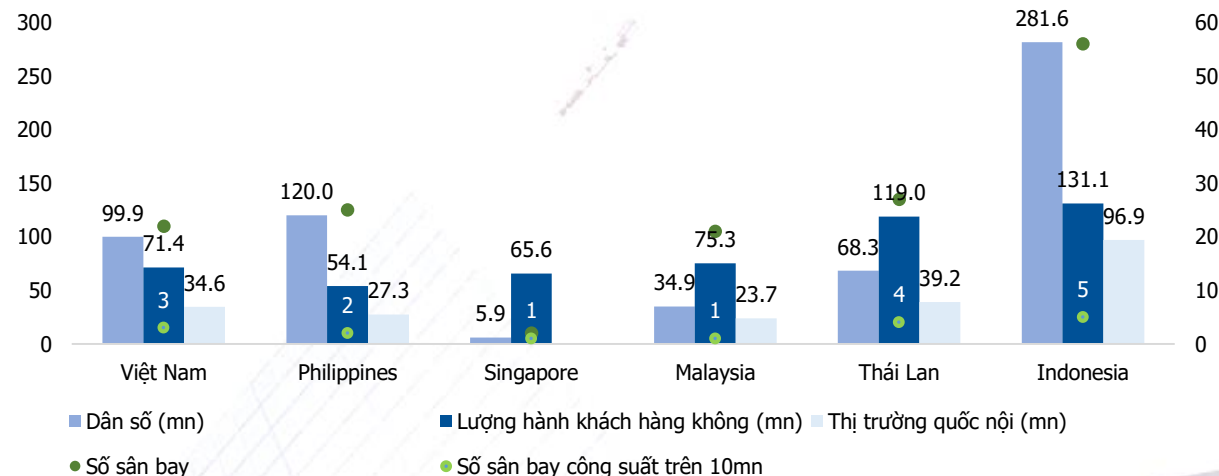
Ngành Hàng không

Quan điểm MBS – Thị trường quốc nội

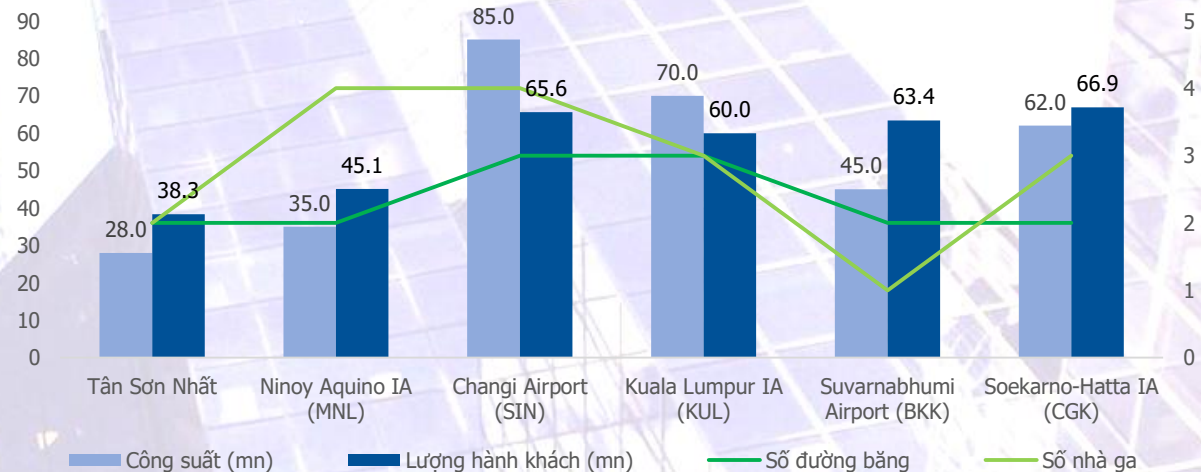
Danh mục cảng hàng không Việt Nam

- Trong khu vực, ngành hàng không Việt Nam bị bỏ lại khá xa, trừ Philippines. Chúng ta có thị trường hành khách nhỏ hơn, tỷ lệ người dân đi máy bay thấp hơn và lượng khách quốc tế đến thấp hơn.
- Có ý kiến cho rằng Việt Nam có quá nhiều sân bay kém hiệu quả; tuy nhiên, đây là xu thế chung của hàng không, lượng lớn sân bay nhỏ phục vụ lượng khách thiểu số do địa hình chia cắt, phân bố dân số và mô hình cảng hàng không trục-nan.
- Tính hiệu quả thể hiện trong thiết kế sân bay. Các sân bay ở Việt Nam hầu hết được xây dựng từ 50 năm trước với mục đích quân sự. Qua thời gian, được nâng cấp phục vụ dân sự trên nền hạ tầng cũ đặc biệt là đường băng.
- So sánh trong khu vực về số hành khách qua cảng, số đường băng – nhà ga, Tân Sơn Nhất là sân bay kém hiệu quả nhất do (i) bốn sân bay lớn nhất có đường băng song song cách xa nhau cho phép các đường băng hoạt động độc lập, (ii) thiết kế nhà ga tại Tân Sơn Nhất là nhỏ nhất.

Thị trường hàng không Đông Nam Á (2018)



Sân bay trục quốc gia (2018)



Ngành Hàng không

Danh mục cảng hàng không Việt Nam

- Tân Sơn Nhất (TSN IA) có hai đường băng song song, có một đường băng vận hành hạn chế. Hai đường này cách nhau 365 mét; do đó, TSN IA không có khả năng vận hành độc lập hai đường băng đồng nghĩa việc máy bay phải chờ cất hoặc hạ cánh từng chiếc một.
- Hiện tại TSN IA có thể điều phối tối đa 45 chuyến bay mỗi giờ. ACV có kế hoạch xây mới cặp đường lăn trong giai đoạn 2020-2022 qua đó chúng tôi kỳ vọng có thể tăng khả năng điều phối lên 60 chuyến bay mỗi giờ.
- Thực tế, cặp đường băng gần nhất vẫn có thể vận hành đồng thời. Lấy ví dụ sân bay quốc tế San Francisco có hai đường băng cách nhau chỉ 229 mét, là điều kiện tối thiểu để thực hiện phương pháp hạ cánh đồng thời với góc nghiêng (Simultaneous Offset Instrument Approach). Tuy nhiên SOIA yêu cầu điều kiện khí tượng thuận lợi, phối hợp giữa 2 máy bay và trạm kiểm soát không lưu, cùng kỹ năng phi công cao nên phương pháp này hiếm khi được thực hiện.

Sơ đồ Cảng hàng không Quốc tế Tân Sơn Nhất



Hạ cánh đồng thời tại sân bay quốc tế San Francisco

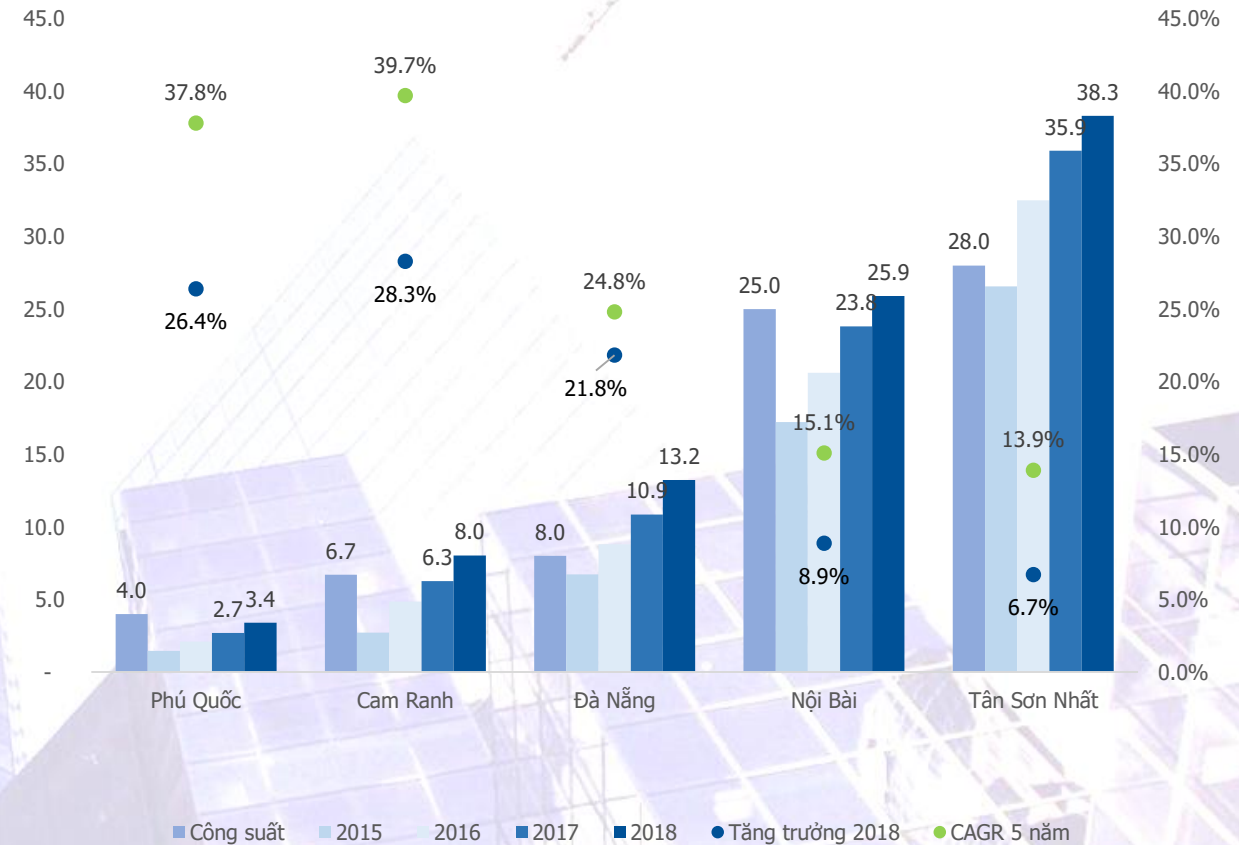


Ngành Hàng không

Danh mục cảng hàng không Việt Nam

- Hoạt động vượt công suất là đặc điểm chung tại các sân bay lớn ở Việt Nam, Phú Quốc sẽ sớm vượt công suất trước tốc độ tăng trưởng hành khách trên 20% mỗi năm.
- Tuy nhiên đó là công suất nhà ga, không phải công suất đường băng ngoại trừ Tân Sơn Nhất đã chạm ngưỡng giới hạn. Điều đó lý giải hai cảng hàng không quốc tế Đà Nẵng và Cam Ranh vượt công suất ngay khi đi vào hoạt động nhà ga quốc tế T2 mới. Do đó, chúng tôi cho rằng các sân bay này vẫn còn nhiều dư địa phát triển khi đưa vào vận hành 2 đường băng.
- Cảng hàng không quốc tế Nội Bài được quy hoạch xây dựng đường băng thứ ba và trở thành sân bay đầu tiên ở Việt Nam có cặp đường băng có thể hoạt động độc lập. Hai phương án xây dựng về phía Bắc và phía Nam đều cách cặp đường băng hiện tại hơn một cây số.
- Chúng tôi kỳ vọng Nội Bài IA sẽ mở rộng về phía Nam để có nâng công suất lên 100 triệu hành khách với nhà ga lớn hơn nằm giữa cặp đường băng theo mô hình của sân bay Suvarnabhumi – Thái Lan.

Năm sân bay đông đúc nhất Việt Nam



Nguồn: Cục hàng không Việt Nam, ACV, MBS Research

Ngành Hàng không

Danh mục cảng hàng không Việt Nam

- Cảng hàng không quốc tế Long Thành, cảng hàng không lớn nhất Việt Nam có quy hoạch 100 triệu hành khách, được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể cơ sở hạ tầng ngành hàng không. Cảng sẽ tập trung điều phối các đường bay quốc tế, dự kiến được xây dựng qua ba giai đoạn.
- Giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành chậm nhất năm 2025, Long Thành IA có công suất 25 triệu hành khách với một đường băng. Giai đoạn 2 cho 10 năm tiếp theo, nâng công suất lên 50 triệu hành khách với đường băng số 2. Giai đoạn 3 trong 15 năm tiếp theo, nâng công suất lên 100 triệu hành khách qua mở rộng nhà ga, và 1 cặp đường băng mới. Tổng mức đầu tư 15,8 tỷ USD, Long Thành IA sẽ là một trong những sân bay đắt nhất trên thế giới.
- MBS, tuy nhiên, có những lo ngại về dự án Long Thành IA bởi (i) vấn đề quá tải hạ tầng không được giải quyết cho tới 2025, thị trường quốc nội sẽ tiếp diễn tăng trưởng chậm; (ii) tổng công suất của Long Thành và Tân Sơn Nhất giai đoạn 1 khoảng 75 triệu hành khách và sẽ sớm vượt công suất theo dự phóng của chúng tôi; và (iii) tổng mức đầu tư quá lớn, vượt tổng mức đầu tư cho 22 sân bay còn lại.

Cảng hàng không quốc tế Long Thành

Location:

Long Thanh Dist, Dong Nai Pro.
43km from Tan Son Nhat Int'l Airport

Shape: Lotus-inspired

Nearest International Airport:



43km



Tiến độ xây dựng Cảng hàng không quốc tế Long Thành



Ngành Hàng không

Danh mục cảng hàng không Việt Nam

Phân tích cạnh tranh – Ngành dịch vụ hàng không

Phân tích SWOT

S – Điểm mạnh

- Việt Nam có tốc độ tăng trưởng hành khách cao nhất trong 2016-2040 theo Hội đồng sân bay ACI.
- Địa hình Việt Nam có lợi cho ngành hàng không phát triển hơn các loại hình khác.
- Mạng đường bay rộng khắp thúc đẩy nhu cầu bay gia tăng.
- Hơn 20 năm an toàn bay.

W – Điểm yếu

- Cơ sở hạ tầng cảng hàng không chưa theo kịp tốc độ tăng trưởng hành khách.
- Thiết kế sân bay cũ hạn chế tính kinh tế của cả ngành hàng không đặc biệt là nhóm dịch vụ phi hàng không.
- Quy hoạch cảng hàng không chưa có tầm nhìn dài hạn.

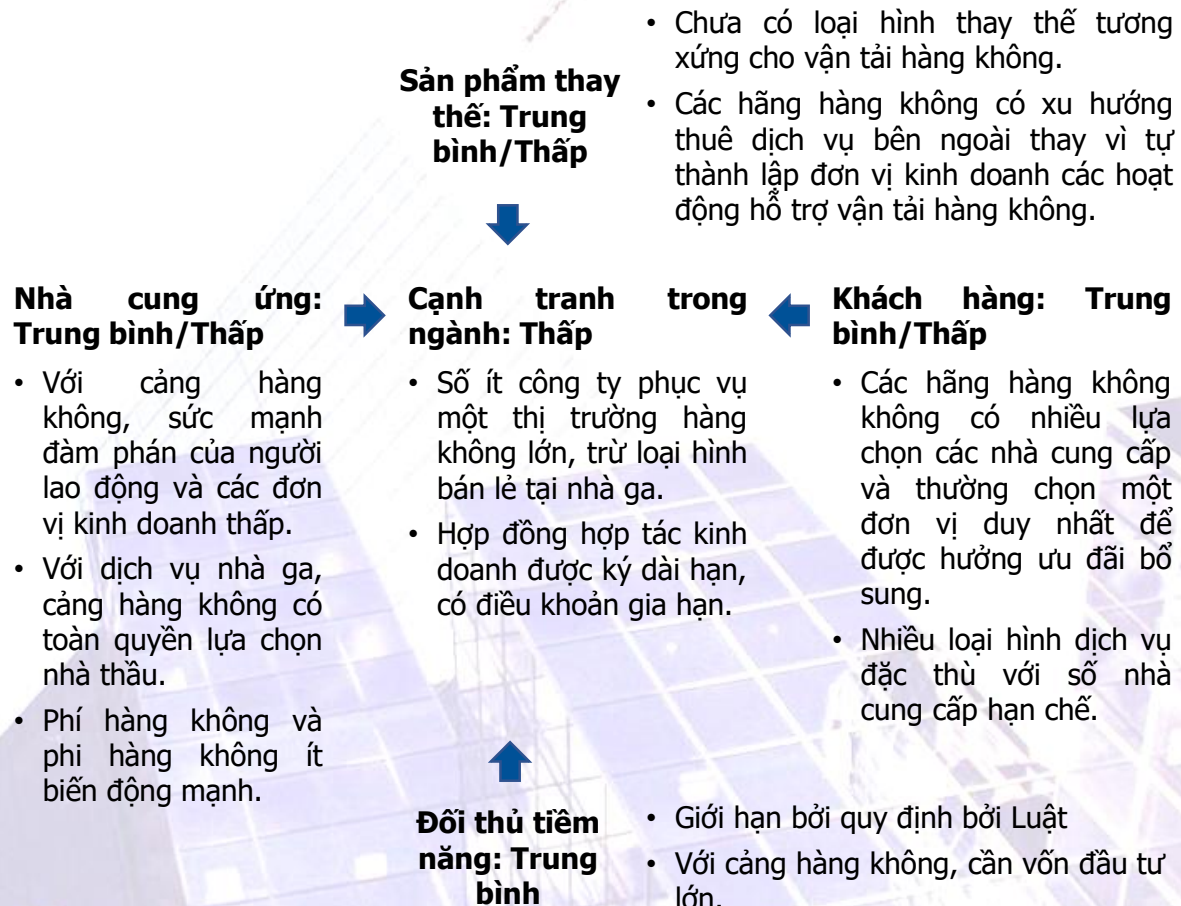
O – Cơ hội

- Ngành du lịch vẫn còn sơ khai, nhiều dư địa phát triển
- Cảng hàng không quốc tế Long Thành sẽ đi vào hoạt động chậm nhất vào cuối năm 2025.
- Tăng cường phối hợp phát triển với các tổ chức, đơn vị quốc tế.
- Khu vực Châu Á – Thái Bình Dương có là trọng điểm tăng trưởng toàn cầu.

T – Thách thức

- Ngành hàng không đặc biệt nhạy cảm với sự cố kỹ thuật, dịch bệnh và vấn đề chính trị.
- Thị trường quốc nội chậm lại.
- Rào cản từ công suất cảng hàng không và phi công có trình độ.

Mô hình cạnh tranh Porter



Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV)

MUA; Giá mục tiêu: 102,400 VNĐ (+34.7%)

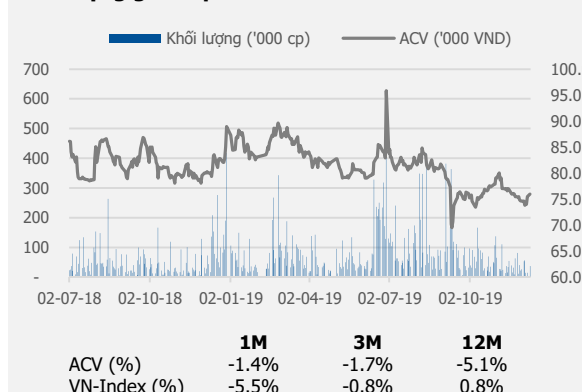
Luận điểm đầu tư

- **Lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2019 và 2020 được dự phóng lần lượt đạt 7.604 và 8.694 tỷ đồng**, tăng trưởng tương ứng 23,9% và 14,4%.
- **Lượng hành khách duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số**. Chúng tôi giữ quan điểm về triển vọng tươi sáng của ngành hàng không. Tốc độ tăng trưởng hành khách dự phóng năm 2019 và 2020 lần lượt đạt 14,9% và 12,6% từ (i) thị trường du lịch và (ii) người Việt Nam đi nước ngoài.
- **Kế hoạch bảo dưỡng đường băng tại Tân Sơn Nhất và Nội Bài kéo dài sang 2020**. ACV dự kiến hoàn thành bảo dưỡng trong 3-4 tháng vào mùa thấp điểm; tuy nhiên, việc đóng cửa 1 trong 2 đường băng dự kiến khiến lưu lượng hành khách giảm 2% tại hai sân bay này.
- **Chúng tôi kỳ vọng vấn đề khu bay sẽ được giải quyết trong năm 2020**. Sau cổ phần hóa, tài sản khu bay được trả về theo sở hữu của Nhà nước, kế hoạch vận hành và quyền sử dụng với ACV chưa được thông qua kéo theo việc chậm trễ duy tu khu bay và kế hoạch thoái vốn bị hoãn lại. Nhiều khả năng ACV sẽ được thuê hoạt động khu bay, được chủ động đầu tư nâng cấp hạ tầng khu bay. Sau khi vấn đề tài sản được giải quyết, ACV sẽ thực hiện chuyển sà – thoái vốn theo kế hoạch.

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu ACV với giá mục tiêu 102.400 đ/cp dựa trên phương pháp so sánh, dự phóng năm 2020, với hệ số P/E mục tiêu 25 lần và EV/EBITDA mục tiêu 16 lần.

Rủi ro chính: (i) rủi ro tỷ giá JPY/VND, ACV có khoản nợ dài hạn 15 nghìn tỷ đồng theo yên Nhật, năm 2018, ACV ghi nhận lỗ tỷ giá 644 tỷ đồng, chiếm khoảng 10% lợi nhuận ròng; (ii) rủi ro hạ tầng, tăng trưởng ngành hàng không bị giới hạn khi cơ sở hạ tầng cảng hàng không chưa theo kịp cùng cơ chế chính sách thiếu linh hoạt trong đầu tư hạ tầng.

Biến động giá cổ phiếu



Ngày khuyến nghị	Dec. 09, 2019
Thị giá	VND 76.000
Giá mục tiêu	VND 102.400
Tăng trưởng	34,7%
Bloomberg	ACV VN Equity
Giá trị vốn hóa thị trường	VND 165.452bn
	USD 7,18bn
Biến động 52 tuần	VND 69.490
	VND 95.880
Giá trị giao dịch bình quân	VND 2,18bn
	USD 264k
Giới hạn sở hữu nước ngoài	30,0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	3,63%

Tỷ đồng	2018A	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	16.090	17.927	19.836	21.595
EBIT	6.588	7.986	9.102	9.387
Lợi nhuận sau thuế	6.135	7.604	8.694	8.785
Lợi nhuận sau thuế (basic)	6.135	7.604	8.694	8.785
EPS (VND)	2.818	3.493	3.993	4.035
Tăng trưởng EPS (%)	50%	24%	14%	1%
P/E (x)	31,9	21,8	19,0	18,8
P/E mục tiêu (x)		28,9	25,3	25,1
EV/EBITDA	17,6	12,4	11,2	10,2
Cổ tức tiền mặt (đ/cp)	900	900	900	900
Tỷ suất cổ tức (%)	1%	1%	1%	1%
P/B	6,4	4,6	3,9	3,3
ROE (%)	21%	23%	22%	19%
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu	-30%	-44%	-36%	-18%

Nguồn: MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

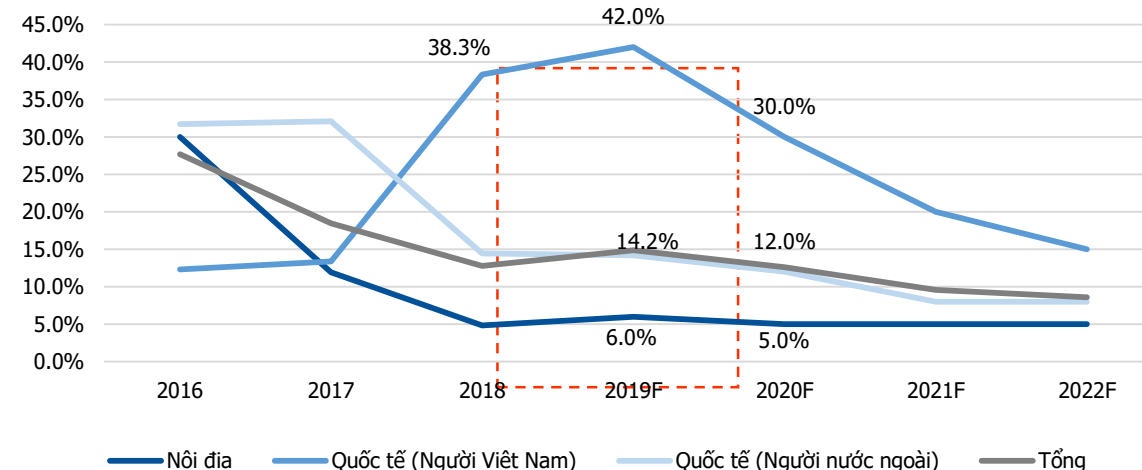
Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV)

MUA; Giá mục tiêu: 102,400 VNĐ (+34.7%)

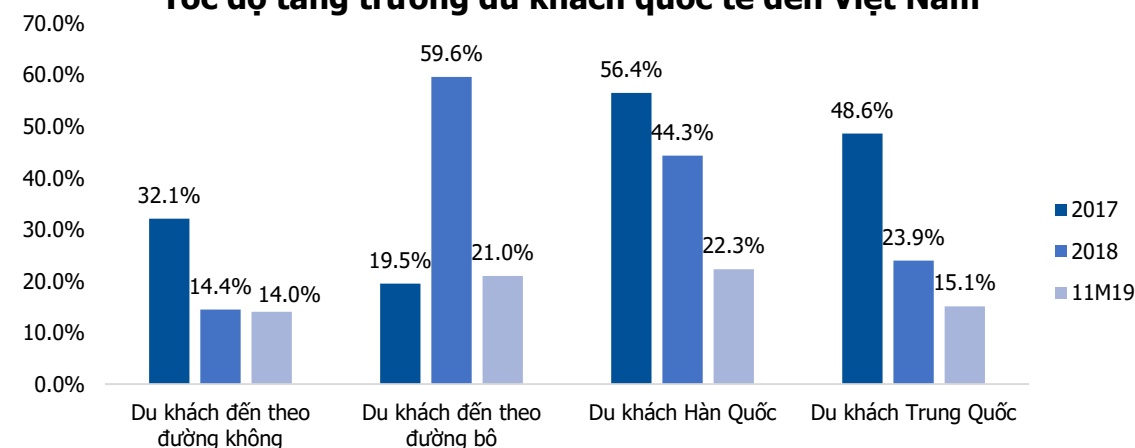
Triển vọng tăng trưởng hành khách hàng không

- Sở hữu 21 trên 22 cảng hàng không, ACV hưởng lợi gần như toàn bộ tăng trưởng hành khách hàng không.
- Thị trường quốc tế là động lực tăng trưởng, dẫn dắt toàn thị trường trong bối cảnh thị trường quốc nội dần bão hòa.
- Chúng tôi kỳ vọng lớn vào lượng người Việt Nam đi nước ngoài sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trên cơ sở thu nhập người dân ngày càng tăng lên. Theo dự phóng của Economist Intelligence, tỷ lệ hộ gia đình có thu nhập trên 10 nghìn USD sẽ tăng từ 12% năm 2016 lên 17% năm 2021.
- Du khách Hàn Quốc và Trung Quốc có ý nghĩa đặc biệt quan trọng với ngành du lịch Việt Nam. Khách Trung Quốc trở lại từ tháng 9 với tốc độ tăng trưởng tháng ấn tượng 48,6%, 60,9%, 77,1% lần lượt 3 tháng 9-10-11 đã kéo tăng trưởng khách Trung Quốc lũy kế đạt trên 15% trong khi 8 tháng trước đó tăng trưởng âm.
- Du khách Hàn Quốc được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng cao. Việt Nam là điểm đến ưu thích tại xứ sở kim chi với 3,87 triệu lượt khách, tăng 22,3%, trong khi du khách Hàn Quốc toàn cầu chỉ tăng 1,6% và có 3 tháng gần nhất tăng trưởng âm.

Tốc độ tăng trưởng hành khách



Tốc độ tăng trưởng du khách quốc tế đến Việt Nam



Nguồn Tổng cục Du lịch Việt Nam, ACV, MBS Research

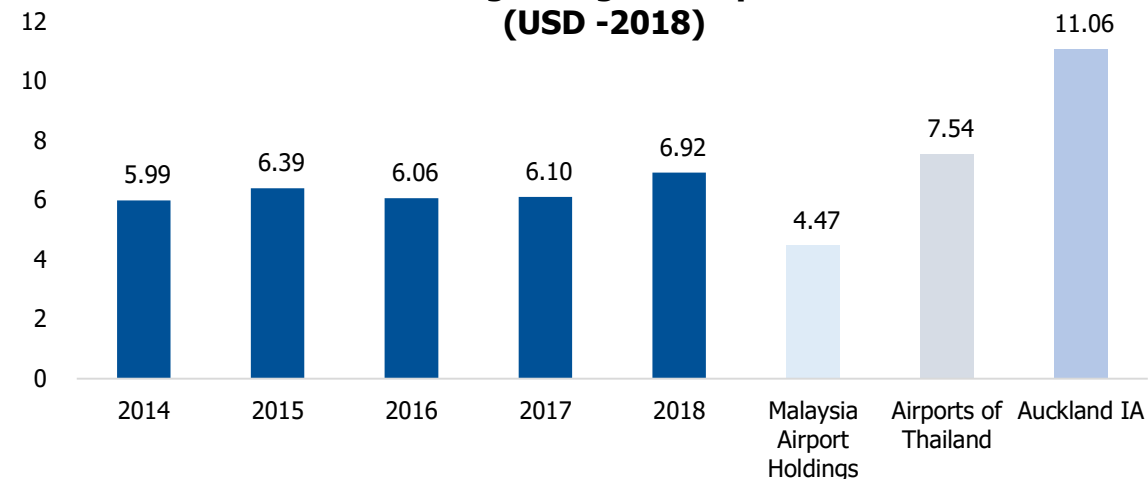
Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV)

MUA; Giá mục tiêu: 102,400 VNĐ (+34.7%)

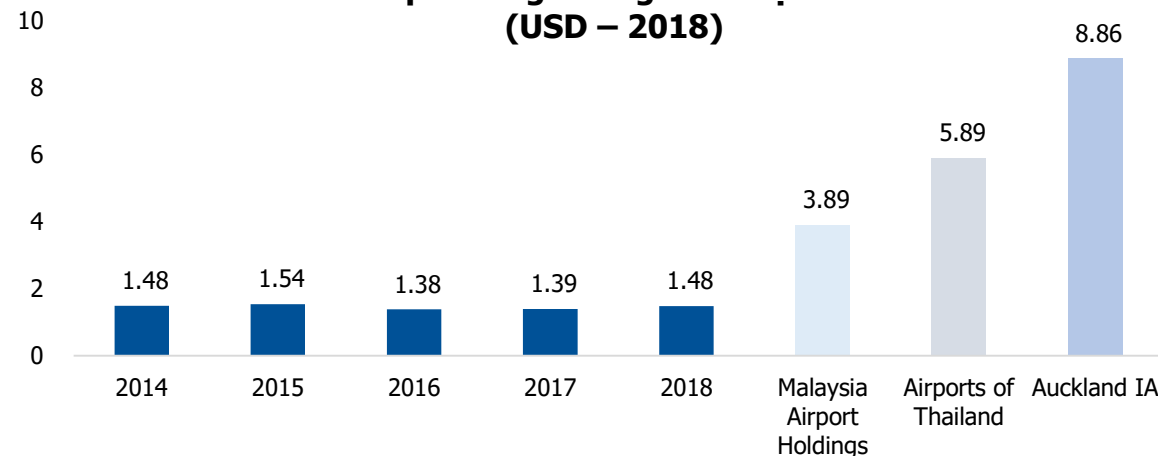
Liệu ACV có thể mang về nhiều tiền hơn hay không?

- Dịch vụ hàng không chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu của ACV, khoảng 80%, bao gồm slot bay, cất hạ cánh, phục vụ hành khách với các hãng hàng không. Doanh thu trên một hành khách của ACV, theo chúng tôi, ở mức trung bình trong khu vực với cơ sở hạ tầng hàng không Việt Nam hiện tại.
- Phí dịch vụ hàng không mới được điều chỉnh tăng lần cuối từ 01/07/2018. Chúng tôi cho rằng, ACV có quyền chủ động đề xuất điều chỉnh mức phí cho phù hợp với nhu cầu đầu tư nhà ga.
- Doanh thu phi hàng không trên một hành khách của ACV còn khá thấp so với nhóm cảng hàng không xung quanh. Tư duy kinh doanh của ACV cần thay đổi để khiến hành khách chi tiêu nhiều hơn. Nhà ga hành khách nên được xây dựng như những trung tâm thương mại mới để kích thích mua sắm thay vì xây nhà ga vừa đủ và cơ sở mỗi khi quá tải
- Thiết kế sân bay hiện tại tỏ ra thiếu hiệu quả, như buộc hành khách phải đi qua khu hàng miễn thuế, giá trị cao, sau khi kiểm tra an ninh; khu vực chờ chuyển bay chung nơi tập hợp toàn bộ các cửa hàng sẽ khiến hành khách tiếp xúc trực tiếp với môi trường mua sắm.
- Thời gian là vàng bạc. Nhà ga cần lắp đặt nhiều hơn các làn kiểm tra an ninh, tăng các quầy tự phục vụ, giảm thời gian làm thủ tục để hành khách có nhiều thời gian trước chuyến bay, nhiều thời gian để tiêu tiền hơn.
- Học hỏi từ những sân bay thành công, ACV có thể kiếm được nhiều tiền hơn nữa trong tương lai.

Doanh thu hàng không trên một hành khách (USD -2018)



Doanh thu phi hàng không trên một hành khách (USD – 2018)



Nguồn: Báo cáo thường niên các công ty

Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV)

MUA; Giá mục tiêu: 102,400 VNĐ (+34.7%)

Kế hoạch đầu tư giai đoạn 2019-2025

ACV có nguồn lực tài chính dồi dào để đáp ứng đầy đủ các dự án đầu tư trọng điểm giai đoạn 2019-2025 mà không cần phải gia tăng nợ vay.

- Giá định ACV tự chủ 36.607 tỷ đồng cho Long Thành giai đoạn 1, chúng tôi chưa đưa phần nợ vay 2,628 tỷ USD vào mô hình dự phóng của ACV do chưa chốt pháp nhân vay vốn.
- Trên mô hình dự phóng, ACV vẫn duy trì nợ ròng âm như nguồn dự trữ cho những phát sinh vốn đầu tư ngoài kế hoạch.

Tỷ đồng	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Đầu tư trang thiết bị hàng năm		1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Đầu tư nhóm B từ 2018	2.040	2.040					
Dự án mở rộng nhà ga		5.190	7.450	8.200	2.000	1.500	
<i>Chú thích</i>		<i>T2 Cát Bi, tổng mức đầu tư 2.500 tỷ đồng. T3 Tân Sơn Nhất, tổng mức đầu tư 10.990 tỷ đồng. Mở rộng Vinh & Phú Bài, tổng mức đầu tư 5.200 tỷ đồng.</i>	<i>T2 Cát Bi. T3 Tân Sơn Nhất. Vinh & Phú Bài. Mở rộng Chu Lai, tổng mức đầu tư 2.700 tỷ đồng</i>	<i>T2 Cát Bi. T3 Tân Sơn Nhất. Vinh & Phú Bài. T2 Chu Lai. Mở rộng Phú Quốc, tổng mức đầu tư 2.950 tỷ đồng</i>	<i>T2 Chu Lai. T2 Phú Quốc</i>	<i>T2 Phú Quốc</i>	
Cảng hàng không quốc tế Long Thành			7.321	7.321	7.321	7.321	7.321
Đầu tư khu bay hàng năm		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Tổng mức đầu tư trong năm	2.040	10.230	17.771	18.521	12.321	11.821	10.321
Tiền và tương đương tiền	31.140	30.353	23.169	16.142	16.287	18.437	24.060
CFO	10.842	11.807	12.937	14.264	15.384	16.867	18.816
Tổng nợ vay	15.043	14.766	14.488	14.210	13.765	13.321	12.876

Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV)

MUA; Giá mục tiêu: 102,400 VNĐ (+34.7%)

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	FY17	FY18	FY19F	Diễn giải	FY20F	Diễn giải
Lượng khách qua cảng	92,3	95,8	104,2		114,7	
Quốc nội	63,8	66,9	70,9	Tăng trưởng 6,0%.	74,5	Tăng trưởng 5,0%.
Quốc tế	28,5	28,9	33,3	Người Việt Nam đi nước ngoài tăng 42,0%, khách quốc tế đến tăng 14,2%, và nhà ga T2 Đà Nẵng và Cam Ranh đón 11,9 triệu lượt khách.	40,2	Người Việt Nam đi nước ngoài tăng 30,0%, khách quốc tế đến tăng 12,0%, và nhà ga T2 Đà Nẵng và Cam Ranh đón 13,4 triệu lượt khách.
Doanh thu thuần	13.830	16.090	17.927		19.836	
<i>% tăng trưởng</i>	<i>-5,9</i>	<i>16,3</i>	<i>11,4</i>		<i>10,7</i>	
Hàng không	10.804	12.883	14.427	Phí dịch vụ hàng không điều chỉnh tăng từ ngày 01/07/2018.	16.051	Giả định giữ nguyên biểu phí dịch vụ hàng không.
Phi hàng không	1.608	1.890	2.121		2.345	
Bán hàng hóa	1.307	1.369	1.434		1.502	
Giá vốn hàng bán	8.182	8.318	8.641		9.321	
Lợi nhuận gộp	5.648	7.772	9.286	Biên lợi nhuận gộp cải thiện do chi phí cố định – khấu hao ít biến động.	10.516	
<i>% biên lợi nhuận gộp</i>	<i>40,8</i>	<i>48,3</i>	<i>51,8</i>		<i>53,0</i>	
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	1.102	1.184	1.300		1.414	
<i>% trên doanh thu</i>	<i>8,0</i>	<i>7,4</i>	<i>7,3</i>		<i>7,1</i>	
EBIT	4.546	6.588	7.986		9.102	
Lợi nhuận trước thuế	5.343	7.575	9.521	Giả định VND mất giá 3.5% so với JPY.	10.883	Giả định VND mất giá 3.5% so với JPY.
Lợi nhuận sau thuế	4.101	6.135	7.604		8.694	
<i>% tăng trưởng</i>	<i>-22,0</i>	<i>49,6</i>	<i>23,9</i>		<i>14,3</i>	
EPS (VNĐ)	1.883	2.818	3.493		3.993	

Biểu phí dịch vụ hàng không (áp dụng từ 01/07/2018)		Tăng (%)
Hạ cánh nội địa		15%
Dịch vụ hành khách nội địa (đ/hành khách)		
Sân bay nhóm A	90.909	43%
Sân bay nhóm B	72.727	33%
Sân bay nhóm C	54.545	Mới
Dịch vụ hành khách quốc tế (\$/hành khách)		Mới
Nội Bài	25	
Tân Sơn Nhất	20	
Đà Nẵng	20	
Phú Quốc	18	
Cần Thơ	16	
Liên Khương, Cam Ranh, Cát Bi, Vinh	14	
Khác	8	
Soi chiếu an ninh		
Nội địa (đ/hành khách)	18.181	100%
Quốc tế (\$/hành khách)	2	33%

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

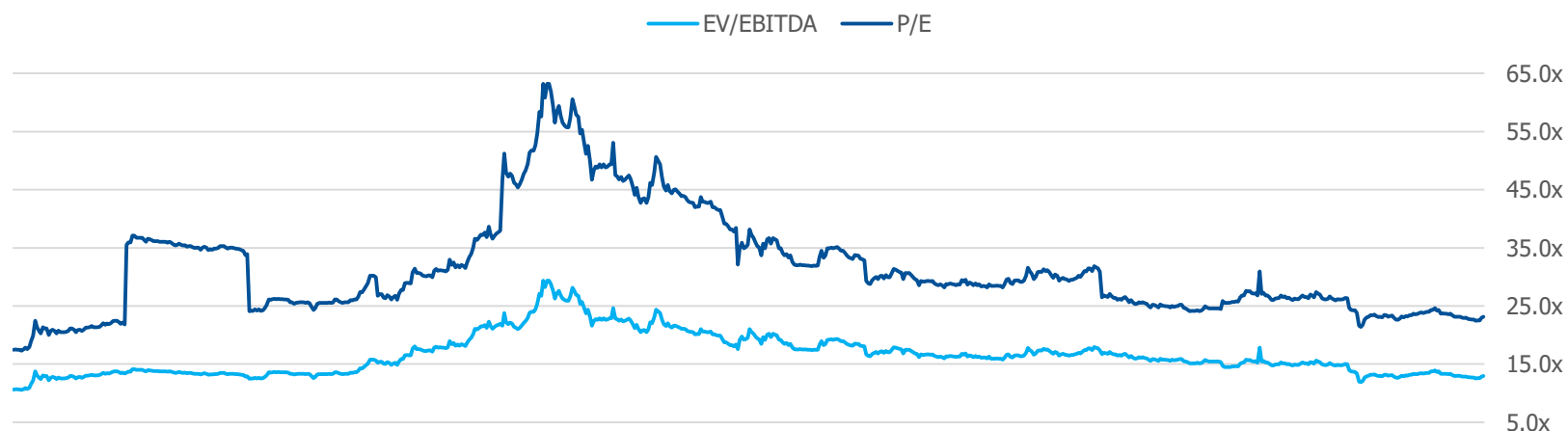
Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCOM: ACV)

MUA; Giá mục tiêu: 102,400 VNĐ (+34.7%)

Định giá hấp dẫn

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ USD)	ROA (%)	ROE (%)	Biên LN ròng (%)	EV/EBITDA (x)	P/E (x)
Sân bay Quốc tế Cao Khi Hạ Môn	Trung Quốc	1,0	11,7	14,8	31,0		12,3
Sân bay Quốc tế Bảo An Thâm Quyển	Trung Quốc	2,7	4,1	4,9	18,1		34,1
Malaysia Airports Holding	Malaysia	3,5	2,4	5,6	14,6	8,5	28,8
Sân bay Quốc tế Bạch Vân Quảng Châu	Trung Quốc	5,2	2,9	5,0	7,3		46,2
Sân bay Quốc tế Auckland	New Zealand	7,2	6,2	8,9	101,2	23,7	20,8
Sân bay Quốc tế Phố Đông Thượng Hải	Trung Quốc	22,8	15,4	17,5	47,0		29,4
Airports Of Thailand	Thái Lan	34,4	13,0	16,8	33,8	27,1	41,5
Trung bình						19,8	30,4
ACV	Việt Nam	7,2	11,9	19,7	38,1	13,0	23,1

	EV/EBITDA	P/E
Trung bình	16,6x	31,4x
Trung vị	15,9x	29,2x
Thấp	10,5x	17,3x
Cao	29,4x	63,2x
Mục tiêu	16,0x	25,0x



**Giá mục tiêu:
VNĐ 102,400**

Ngành Dầu khí

“Triển vọng tích cực hơn trong lĩnh vực khí đốt”

Ngành Dầu khí

Ngành dầu khí thế giới:

- Giá dầu tăng trở lại trong năm 2019 do căng thẳng chính trị leo thang, tính từ đầu năm giá dầu WTI đã tăng khoảng 30%.
- Theo dự báo của IEA, tiêu thụ dầu thô dự kiến tăng khoảng 1 triệu thùng/ngày trong năm 2019 lên mức 100.3 triệu thùng/ngày và tăng thêm 1.2 triệu thùng/ngày vào 2020.
- Với thỏa thuận cắt giảm sản lượng của nhóm OPEC+ thêm 500 nghìn thùng/ngày sẽ hỗ trợ giá dầu ổn định hơn trong 2020.

Ngành dầu khí Việt Nam

- Hoạt động thăm dò và gia tăng dự trữ dầu khí của Việt Nam được dự báo sẽ được thúc đẩy trong những năm tới, do sự suy giảm tự nhiên và hoạt động thăm dò chững lại gần đây.
- Triển vọng phát triển lĩnh vực khí tự nhiên là tích cực hơn dầu, được hỗ trợ bởi các dự án đầu tư khai thác mới đang và sẽ được thực hiện, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng cho các nguồn năng lượng sạch hơn để phát điện.

Chu The Huynh

Tel: (+84) 988 739 505 –

Email: Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Ngành Dầu khí

Thị trường dầu khí thế giới 2019

Cung - cầu dầu khí năm 2019

Phía nguồn cầu

Theo báo cáo của IEA, tiêu thụ dầu thô thế giới trong năm 2019 dự kiến tăng thêm khoảng 1 triệu thùng/ngày lên mức 100.3 triệu thùng/ngày, và tăng thêm 1.2 triệu thùng/ngày vào 2020, đạt mức 101.5 triệu thùng/ngày.

OECD: nhu cầu các nước OECD giảm nhẹ trong nửa đầu năm 2019 tiếp theo xu hướng từ cuối 2018, trong nửa cuối năm đang tăng trở lại. Dự kiến nhu cầu trung bình năm đạt mức 47.85 triệu thùng/ngày, tăng nhẹ 0.01 triệu thùng/ngày so với mức 47.84 của 2018. Dự báo năm 2020 đạt mức 48.12 triệu thùng/ngày.

Trung Quốc: Tăng trưởng tiêu thụ dầu ở Trung quốc đã tăng mạnh trở lại từ tháng 5.2019, đây là thị trường chính tạo động lực tăng trưởng nhu cầu của thế giới, dự kiến trung bình cả năm đạt 13.5 triệu thùng/ngày. Năm 2020, dự báo nhu cầu tiêu thụ dầu của TQ tiếp tục tăng lên và đạt mức 13.8 triệu thùng/ngày.

Ấn Độ: Nhu cầu tiêu thụ dầu của Ấn độ tăng trưởng đều các quý và dự kiến đạt mức trung bình 5.03 triệu thùng/ngày cho năm 2019, tăng thêm 0.17 triệu thùng/ngày. Dự báo năm 2020, tiêu thụ dầu tại Ấn độ đạt mức 5.23 triệu thùng/ngày, tăng 0.2 triệu.

Sản lượng tiêu thụ dầu năm 2019

Đơn vị: triệu thùng/ngày	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E	19/18	%	2020F
Nhu cầu thế giới									
OECD	47.9	47.6	46.9	48.2	48.4	47.8	-0.1	-0.20%	48.1
- Americas	25.5	25.4	25.4	25.9	25.9	25.7	0.2	0.80%	25.9
- Europe	14.3	13.9	14	14.7	14.3	14.2	-0.1	-0.70%	14.3
- Asia Oceania	8.1	8.3	7.5	7.6	8.2	7.9	-0.2	-2.50%	8
Non-OECD	51.6	51.5	52.4	52.9	53	52.5	0.92	1.80%	53.4
- Các nước Soviet	4.7	4.6	4.8	5.1	5	4.9	0.18	3.70%	4.9
- Europe	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0	0.00%	0.8
- China	13	13	13.7	13.8	13.7	13.6	0.55	4.20%	13.9
- Other Asia	14.1	14.5	14.3	13.9	14.6	14.3	0.23	1.60%	14.7
- Americas	6.4	6.2	6.3	6.4	6.4	6.4	0	0.00%	6.4
- Middle East	8.4	8.1	8.2	8.7	8.2	8.3	-0.1	-1.20%	8.3
- Africa	4.2	4.3	4.3	4.2	4.3	4.3	0.08	1.80%	4.4
Tổng nhu cầu thế giới	99.3	99.1	99.3	101.1	101.4	100.3	0.82	0.80%	101.5

Ngành Dầu khí

Thị trường dầu khí thế giới 2019

Cung - cầu dầu khí năm 2019

Phía Nguồn cung

Theo EIA, trong quý III.2019, sản lượng dầu thô và khí ngưng tụ thế giới trung bình đạt mức 100.31 triệu thùng/ngày. EIA dự kiến, sản lượng trung bình cả năm 2019 đạt mức 100.83 triệu thùng/ngày, giảm nhẹ so với mức 100.85 triệu thùng/ngày của năm 2018.

OPEC: Sản lượng dầu thô trung bình của OPEC cả năm 2019 sẽ ở mức 29,8 triệu thùng/ngày, giảm khoảng 2,1 triệu thùng/ngày so với năm 2018. Sản lượng dầu thô của OPEC giảm trong năm qua chủ yếu là do sản lượng của Iran và Venezuela sụt giảm cũng như nguồn cung dầu ở Saudi Arabia bị gián đoạn.

Mỹ: sản lượng dầu thô sản xuất quý III của Mỹ đạt 12.24 triệu thùng/ngày và dự kiến tăng lên mức 13.01 triệu thùng/ngày trong quý IV. Ước sản lượng sản xuất trung bình năm đạt 12.29 triệu thùng ngày, tăng 1.3 triệu thùng/ngày so với trung bình 2018, chiếm đến 87% sản lượng tăng thêm toàn thế giới. Năm 2020, sản lượng sản xuất trung bình ước tăng thêm 1,0 triệu thùng lên mức 13.29 triệu thùng/ngày.

Nga: Sản lượng sản xuất dầu trung bình năm đạt 11.48 triệu thùng, tăng nhẹ so với mức 11.40 triệu thùng/ngày của năm 2018, dự kiến sản lượng năm 2020 giảm nhẹ về mức 11.43 triệu thùng/ngày đêm.

Sản lượng khai thác dầu năm 2019

Đơn vị: triệu thùng/ngày	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E	19/18	%	2020F
Non-OPEC	63.53	64.44	65.01	65.78	67.18	65.6	2.07	3.30%	67.94
- US	17.93	18.9	19.38	19.49	20.7	19.62	1.69	9.40%	21.55
- US Crude Oil	10.99	11.81	12.1	12.24	13.01	12.29	1.3	11.80%	13.29
- Các nước Soviet	14.59	14.87	14.48	14.64	14.66	14.66	0.07	0.50%	14.63
- China	4.81	4.93	4.97	4.94	4.95	4.95	0.14	2.90%	5.01
OPEC	37.32	36.06	35.5	34.53	34.82	35.23			34.36
- NLGs	5.36	5.58	5.5	5.34	5.26	5.42	0.06	1.10%	5.05
- Crude oil	31.96	30.48	30	29.19	29.56	29.81	-2.15	-6.70%	29.31
Tổng nguồn cung	100.85	100.5	100.51	100.31	102	100.83	-0.02	0.00%	102.52
Cung-Cầu	0.88	0.64	0.43	-1	0.38	0.11	-0.77	-87.2%	0.37

Nguồn: BP, EIA, MBS research

Ngành Dầu khí

Thị trường dầu khí thế giới 2019

Biến động giá dầu khí năm 2019

Sau khi sụt giảm mạnh trong quý IV.2018, giá dầu đã tăng trở lại trong nửa đầu năm 2019, và đạt mức 72 usd/thùng vào giữa tháng 5.2019 do những căng thẳng leo thang tại eo biển Hormuz giữa Iran và Mỹ.

Hiện tại, giá dầu giảm xuống và giao dịch ở mức 62-65 usd/thùng, sau khi đã tăng đột biến vào giữa tháng 9.2019 khi nguồn cung dầu của Ả rập Xêút giảm mạnh đột ngột khoảng 5.7 triệu thùng/ngày, tương đương 50% tổng sản lượng sản xuất của nước này, do chịu ảnh hưởng của những tấn công bằng máy bay không người lái vào cơ sở sản xuất dầu Abqaiq và Khurais.

Cuộc chiến thương mại giữa Mỹ - Trung cũng đẩy giá dầu tụt giảm do lo ngại nhu cầu dầu trong đầu năm tới vẫn ở mức thấp khi nền kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục suy yếu nếu các vấn đề thương mại không được giải quyết.

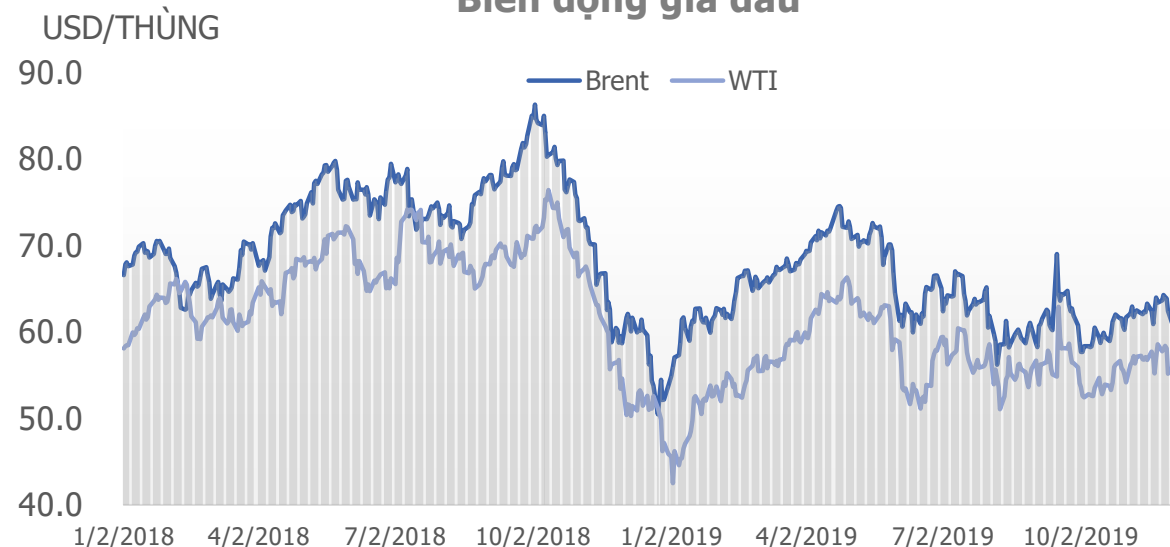
Như vậy, giá dầu trung bình năm 2019 ở mức khoảng 62 usd/thùng (dầu Brent, giảm 14% so với mức 72 usd/thùng của năm 2018. Mặc dù vậy, nếu tính từ đầu năm đến nay, giá dầu đã tăng thêm 18,5% với dầu Brent và 30% với dầu WTI.

Dự báo giá dầu năm 2020

Giá dầu năm 2020 được các tổ chức, chuyên gia dự báo sẽ chịu sức ép giảm giá bởi nguồn cung tiếp tục dồi dào, trong khi nhu cầu tăng chậm do tình hình kinh tế thế giới tiếp tục giảm tốc.

Ngày 6 tháng 12, OPEC+ đã đạt được thỏa thuận quan trọng, gia tăng sản lượng cắt giảm thêm 500 nghìn thùng/ngày, đưa tổng mức cắt giảm từ đầu năm 2020 lên mức 1,7 triệu thùng/ngày. Thỏa thuận này góp phần hỗ trợ giá dầu ổn định hơn trong năm 2020.

Biến động giá dầu



Dự báo giá dầu 2020

Nguồn	Biên độ	Thời gian dự báo	Q4 19	2019	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	Q1 21
Brent Oil										
Bloomberg tổng hợp từ các tổ chức	Trung vị	11.2019	61.5		59	57	57.3	56.5		57
	Cao	11.2019	63		60	59	57.5	58		59
	Thấp	11.2019	60		58	55	57	55		55
EIA			64	63.6	58.3	57	61	64	60.1	
WTI Oil										
Bloomberg tổng hợp từ các tổ chức	Trung vị	11.2019	56.8		55	55	55.4	57		59
	Cao	11.2019	65		69	68.6	75	80		75
	Thấp	11.2019	53		52.5	50	50.1	50		51

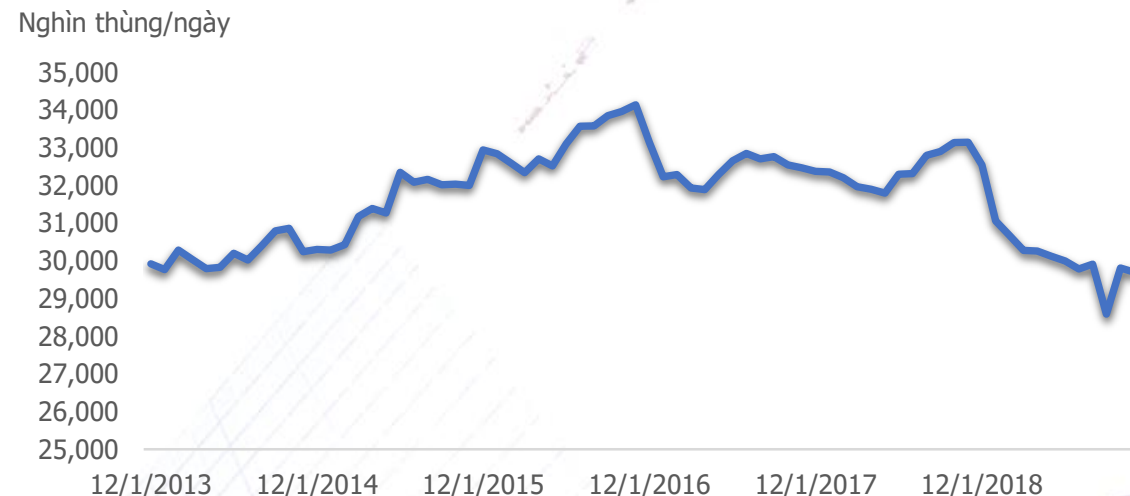
Ngành Dầu khí

Thị trường dầu khí thế giới 2019

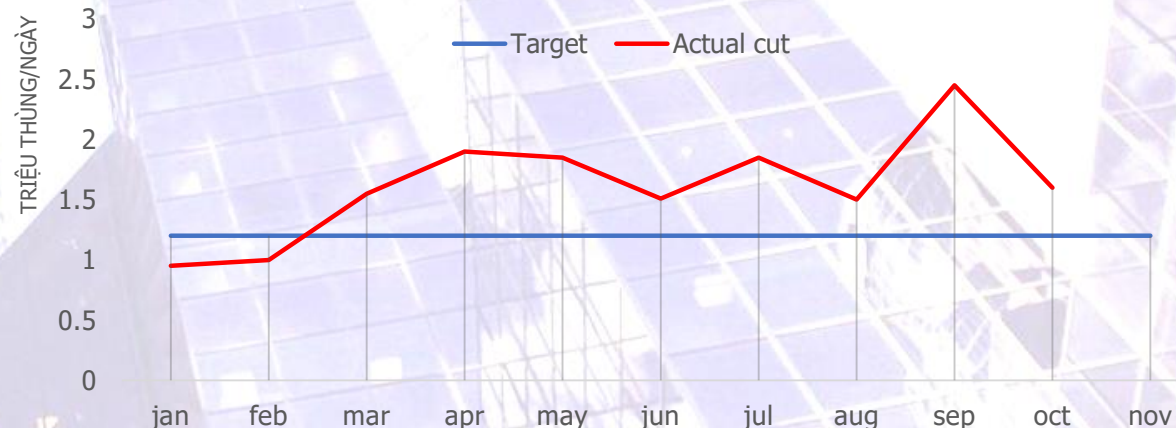
OPEC+ và Thỏa thuận cắt giảm sản lượng dầu thô khai thác.

- Trong năm 2019, OPEC+ thực hiện thỏa thuận cắt giảm sản lượng 1,2 triệu thùng/ngày. Theo Bloomberg, sản lượng cắt giảm thực tế nhiều hơn so với sản lượng mục tiêu trong hầu hết thời gian trong năm.
- Ngày 5-6/12/2019, nhóm OPEC+ đã đạt được thỏa thuận quan trọng sau nhiều dự báo và đồn đoán của giới phân tích. Theo thỏa thuận mới đạt được, OPEC+ sẽ gia tăng quy mô cắt giảm sản lượng thêm 500 nghìn thùng dầu/ngày lên mức 1,7 triệu thùng/ngày, so với mức hiện tại là 1,2 triệu thùng/ngày đạt được từ một năm qua. Thỏa thuận mới được kéo dài đến hết tháng 3.2020 và sẽ tiếp tục được xem xét gia tăng thời gian và điều chỉnh sản lượng vào đầu tháng 3 năm sau.
- Ngoài ra, Arab Saudi có thể xem xét gia tăng cắt giảm thêm 400 nghìn thùng, đưa tổng lượng cắt giảm lên đến 2,1 triệu thùng ngày.
- Việc cắt giảm sản lượng lần này được đánh giá là có quy mô lớn và sẽ hỗ trợ giá dầu ổn định trước những lo ngại nhu cầu dầu trong 6 tháng đầu năm 2020 ở mức thấp, do nền kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại (IMF liên tục 5 lần dự báo hạ tăng trưởng kinh tế trong các báo cáo gần đây, 3% là mức thấp nhất trong báo cáo tháng 11.2019)

Sản lượng dầu khai thác của OPEC



Sản lượng cắt giảm thực tế so với thỏa thuận



Nguồn: OPEC, Bloomberg, MBS research

Ngành Dầu khí

Thị trường dầu khí thế giới 2019

Câu chuyện sản xuất dầu của Iran và Venezuela

- Iran và Venezuela là hai trong Top 5 quốc gia có dự trữ dầu khí lớn nhất thế giới, trong đó Venezuela đứng đầu với 303.0 nghìn tỷ thùng, Iran đứng thứ ba với 155.6 nghìn tỷ thùng, chỉ xếp sau Ả rập Xê út với 297.7 nghìn tỷ thùng.

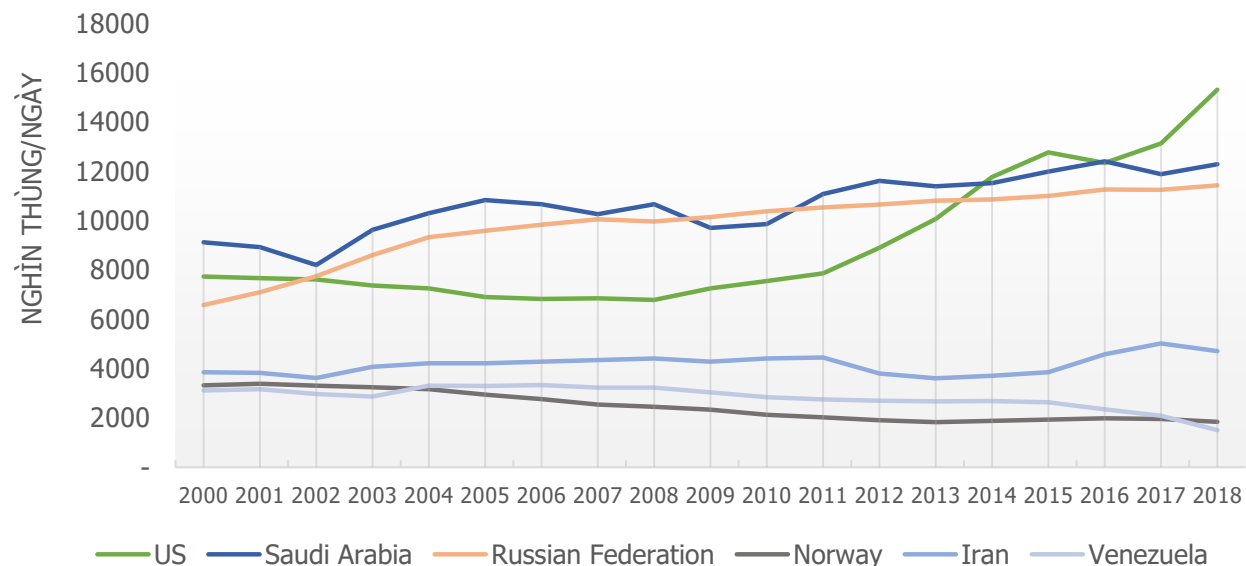
Iran

- Sản lượng dầu sản xuất của Iran đã giảm mạnh xuống mức 2,146 triệu thùng/ngày trong tháng 10.2019, trước sức ép cấm Iran xuất khẩu dầu thô của chính quyền Tổng thống Trump khi rút khỏi thỏa thuận hạt nhân lịch sử (JCPOA) từ tháng 5.2018.
- Trước đó, sản lượng sản xuất năm 2017 của Iran đạt 3,813 triệu thùng/ngày sau khi Iran được nối lại việc xuất khẩu dầu thô theo thỏa thuận JCPOA.

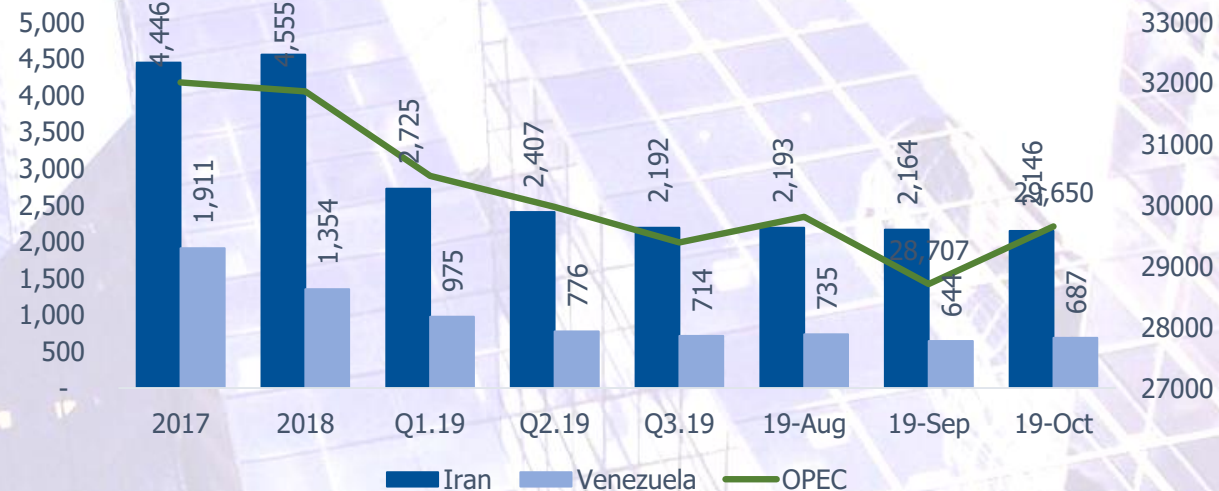
Venezuela

- Những bất ổn chính trị tại Venezuela cũng làm cho ngành sản xuất dầu mỏ tại đây gặp khó khăn và suy giảm sản lượng khai thác.
- Tính đến cuối tháng 10.2019, sản lượng sản xuất dầu của Venezuela giảm chỉ còn 0,687 triệu thùng/ngày, giảm mạnh quá 60% so với mức trung bình 1,911 triệu thùng/ngày vào năm 2017.

Những quốc gia khai thác dầu lớn trên thế giới



Nguồn: OPEC, EIA, MBS research



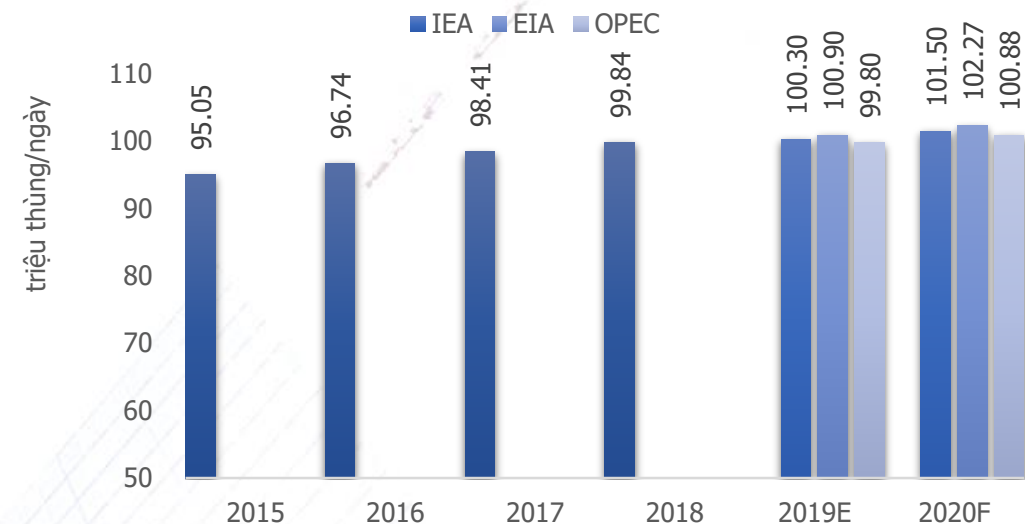
Ngành Dầu khí

Dự báo thị trường dầu khí thế giới 2020

Dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới 2020-2021

Tổ chức	Ngày	Toàn cầu			Mỹ			Trung Quốc		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
WB	Jan.2019	2.90%	2.80%	2.80%	2.50%	1.70%	1.60%	6.20%	6.20%	6.00%
	Jun.2019	2.60%	2.70%	2.80%	2.50%	1.70%	1.60%	6.20%	6.10%	6.00%
	Apr.2019	3.30%	3.60%		2.30%	1.90%		6.30%	6.10%	
IMF	July.2019	3.20%	3.50%		2.60%	1.90%		6.20%	6.00%	
	Oct.2019	3.00%	3.40%		2.40%	2.10%		6.10%	5.80%	
OECD	May.2019	3.20%			2.80%	2.30%		6.20%	6.00%	
	Sep.2019	2.90%	3.00%	3.00%	2.40%	2.00%	2.00%	6.10%	5.70%	5.50%
	Nov.2019	2.90%	2.90%	3.00%	2.30%	2.00%	2.00%	6.20%	5.70%	5.50%

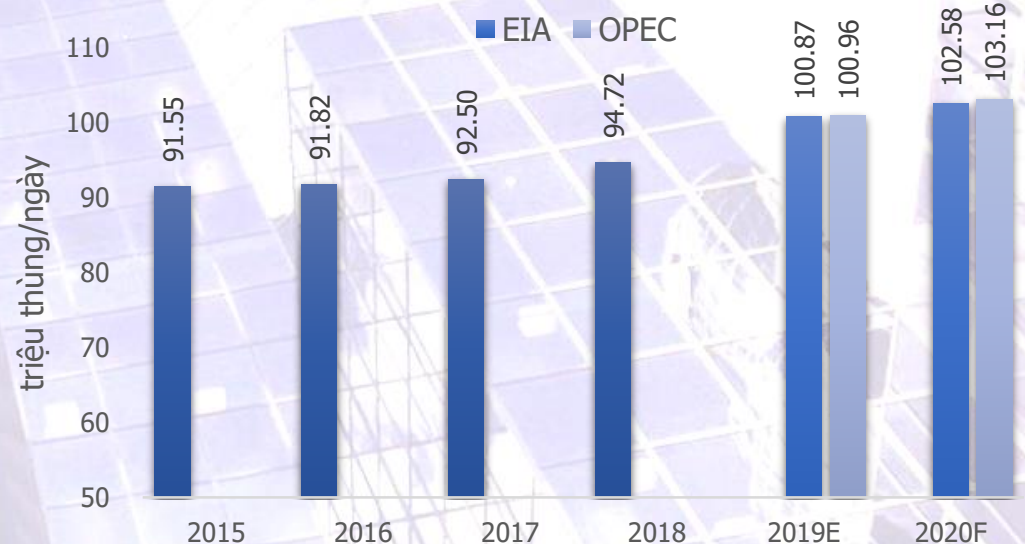
Dự báo nhu cầu tiêu thụ dầu 2019-2020



Dự báo nguồn cung- nhu cầu dầu thế giới 2020

Nhu cầu- Nguồn cung	2018	2019E	2019/2018	%	2020F
Nhu Cầu					
OECD	47.62	47.44	-0.18	-0.40%	47.64
Non-OECD	52.36	53.27	0.91	1.70%	54.51
- Trung Quốc	14.02	14.52	0.5	3.50%	15.04
- Các nước châu á khác	13.66	13.9	0.24	1.70%	14.27
Tổng nhu cầu thế giới	99.97	100.72	0.75	0.70%	102.15
Nguồn Cung					
Các nước ngoài OPEC	63.53	65.6	2.07	3.30%	67.94
- Mỹ	17.93	19.62	1.69	9.40%	21.55
- Dầu thô Mỹ	10.99	12.29	1.3	11.80%	13.29
Các nước OPEC	37.32	35.23			34.36
- Khí ngưng tụ	5.36	5.42	0.06	1.10%	5.05
- Dầu thô	31.96	29.81	-2.15	-6.70%	29.31
Tổng nguồn cung	100.85	100.83	-0.02	0.00%	102.52
Chênh lệch Cung-Cầu	0.88	0.1125	-0.77	-87.2%	0.37

Dự báo nguồn cung dầu 2019-2020



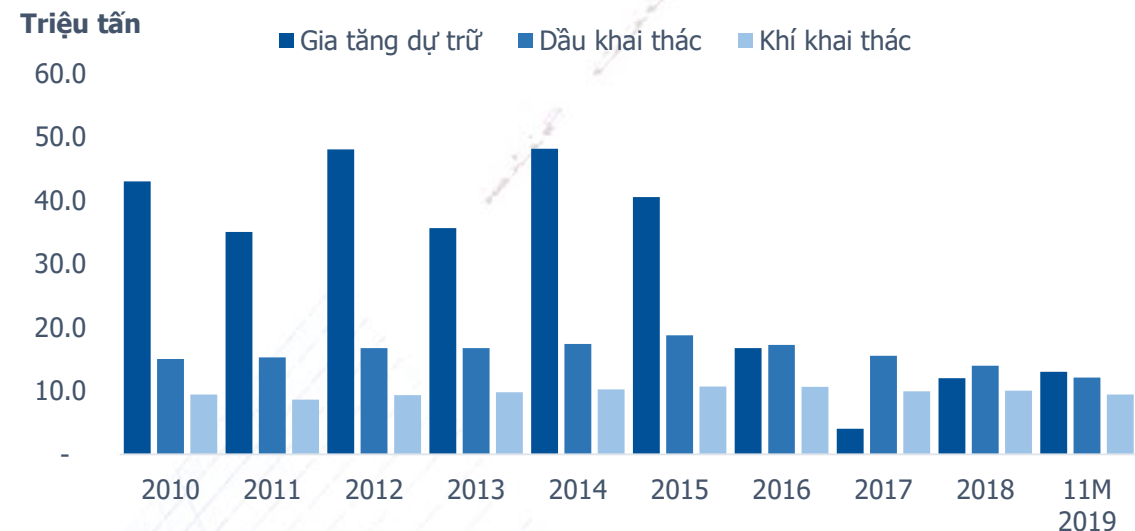
Ngành Dầu khí

Ngành dầu khí Việt Nam

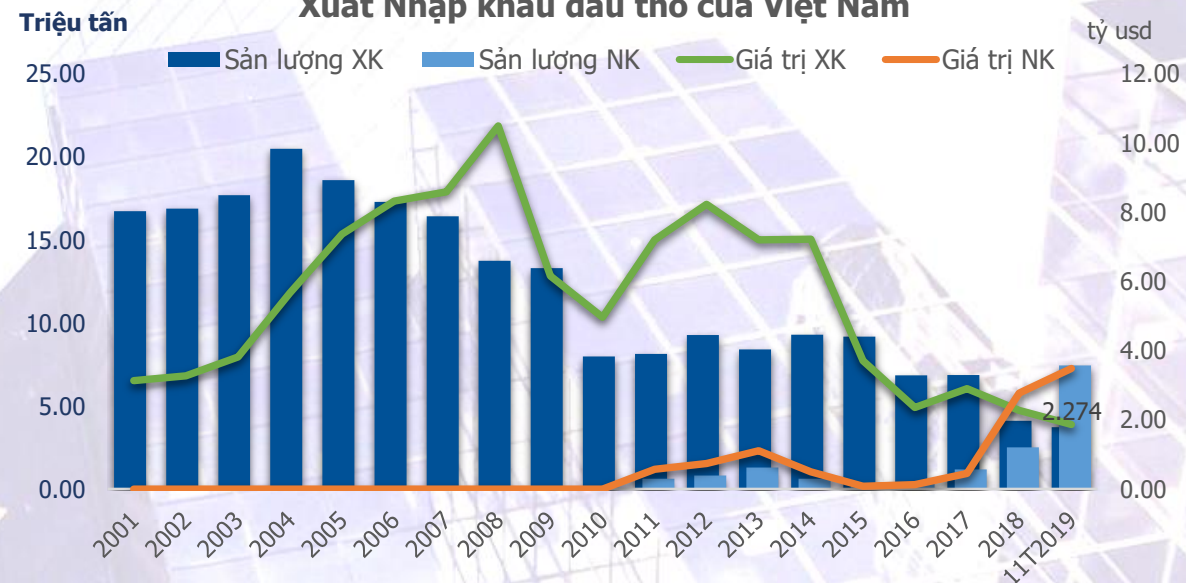
Thăm dò Khai thác – Xuất nhập khẩu và chế biến dầu

- Theo BP, trữ lượng dầu thô của Việt Nam tính đến cuối năm 2017 đạt 4,4 tỷ thùng. Việt Nam đã xác định được 8 bể trầm tích dầu khí có tuổi Cenozoic (Niên đại Tân sinh – có tuổi địa chất từ 0 đến 65 triệu năm trước) trên thềm lục địa và vùng biển, bao gồm: bể trầm tích Sông Hồng, bể trầm tích Hoàng Sa, bể trầm tích Phú Khánh, bể trầm tích dầu khí Cửu Long, bể trầm tích dầu khí Nam Côn Sơn, bể trầm tích Tư Chính- Vũng Mây, bể trầm tích Trường Sa và bể trầm tích dầu khí Malay - Thổ Chu.
- Giai đoạn 2011-2015, việc thăm dò thăm định để gia tăng trữ lượng dự trữ đạt kết quả tốt với trung bình đạt trên 40 triệu tấn quy dầu/năm. Giai đoạn 2016 đến nay, việc gia tăng trữ lượng đang gặp khó khăn và kết quả đạt thấp, năm 2017, sản lượng dự trữ gia tăng chỉ đạt 4 triệu tấn quy dầu.
- 11 tháng đầu năm 2019, sản lượng khai thác dầu khí của Việt Nam đạt 12.1 triệu tấn, giảm 5.8% so với cùng kỳ năm 2018 và hoàn thành 98% kế hoạch cả năm.
- Gia tăng dự trữ dầu thô 10 tháng đạt 13 triệu tấn, hoàn thành 108% kế hoạch năm và tăng trưởng 8% so với thực hiện năm 2018.
- Trước năm 2009, Việt Nam xuất khẩu toàn bộ sản lượng dầu khai thác, từ năm 2009 khi nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất đi vào hoạt động, mỗi năm Việt Nam sử dụng 6.5-7 triệu tấn dầu để sản xuất sản phẩm xăng dầu cho nhu cầu trong nước. Sản lượng dầu xuất khẩu giảm dần, đến 2018 đạt 4,1 triệu tấn.
- Từ 2018, Việt Nam đã bắt đầu gia tăng nhập khẩu dầu thô khi nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động, với công suất 10 triệu tấn/năm. Trong 11 tháng đầu năm, Việt Nam nhập khẩu khoảng 7.44 triệu tấn, tăng 66% so với cùng kỳ năm 2018.

SL thăm dò và khai thác dầu khí



Xuất Nhập khẩu dầu thô của Việt Nam



Source: Moit, MBS Research

Ngành Dầu khí

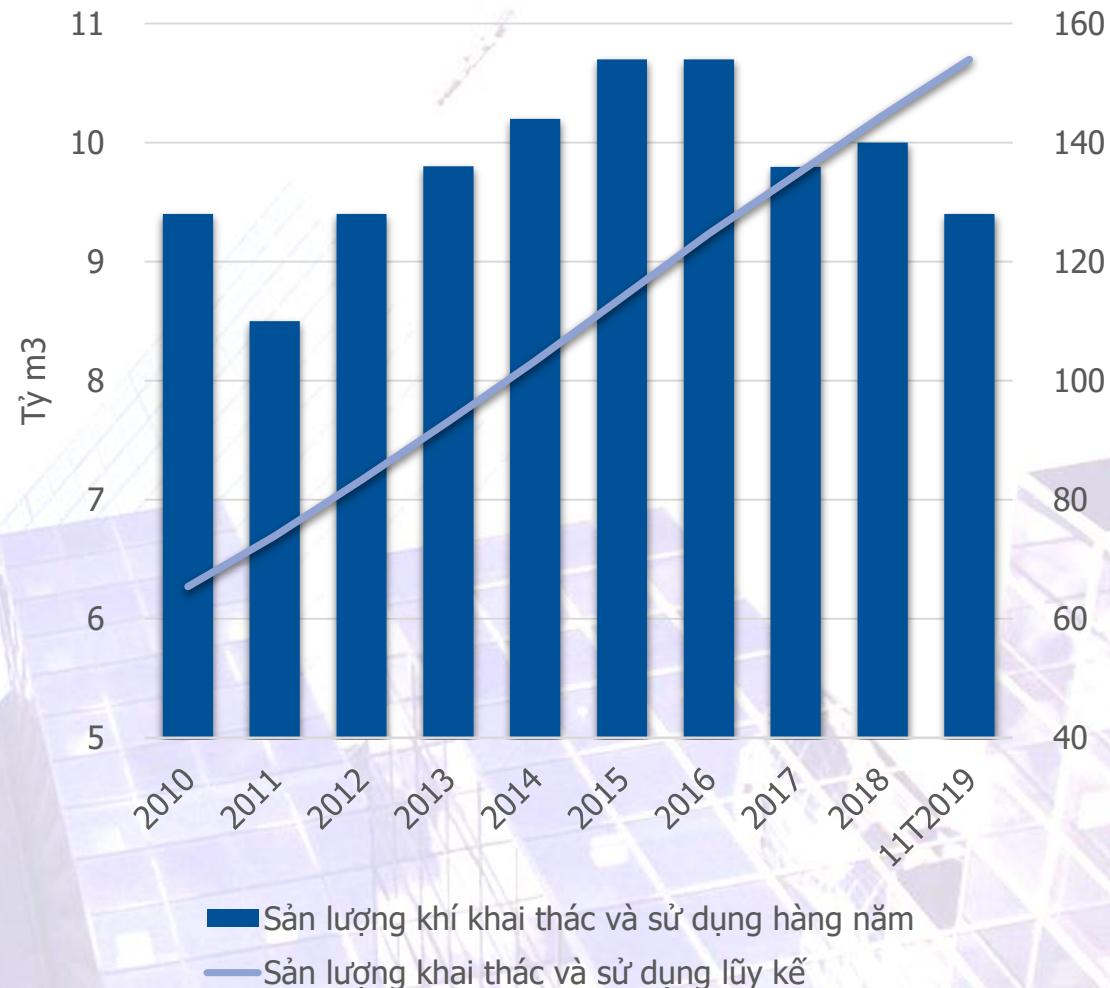
Ngành dầu khí Việt Nam

Triển vọng tích cực trong lĩnh vực khí

Theo quy hoạch phát triển ngành công nghiệp khí đến năm 2025, định hướng đến năm 2035

- Khí khai thác trong nước
 - ✓ Giai đoạn 2016 - 2020: Sản lượng khai thác khí đạt 10 - 11 tỷ m³/năm.
 - ✓ Giai đoạn 2021 - 2025: Sản lượng khai thác khí đạt 13 - 19 tỷ m³/năm.
 - ✓ Giai đoạn 2026 - 2035: Sản lượng khai thác khí đạt 17 - 21 tỷ m³/năm.
- Nhập khẩu khí thiên nhiên hóa lỏng LNG:
 - ✓ Giai đoạn 2021 - 2025 đạt 1 - 4 tỷ m³/năm.
 - ✓ Giai đoạn 2026 - 2035 đạt 6 - 10 tỷ m³/năm.
- Sản lượng khai thác khí 11 tháng đầu năm đạt 9.4 tỷ mét khối, hoàn thành 98% kế hoạch năm.
- Triển vọng ngắn hạn vẫn tích cực hơn, do sản lượng bổ sung từ các dự án mới như lô 05-1B và 1C (Sao Vàng, Đại Nguyệt, sản lượng khí 1,5 bcm hàng năm bắt đầu từ năm 2022), Sử tử trắng giai đoạn 2 và mỏ Phong Lan Đại của Rosneft (600 triệu m³ khí đốt tự nhiên mỗi năm từ năm 2019 đến 2023 và 400 triệu m³ khí đốt tự nhiên vào năm 2024), đều tại bể Nam Côn Sơn ngoài khơi.
- Trong dài hạn, PVN cũng tập trung nguồn vốn đầu tư cho các dự án khai thác khí mới tại khu vực Ma Lay- Thổ Chu, bao gồm dự án Lô B- Ô Môn, dự án Nam Du- U Minh, nơi có trữ lượng khí lớn đảm bảo cho phát triển dài hạn.

Sản lượng khí khai thác và sử dụng



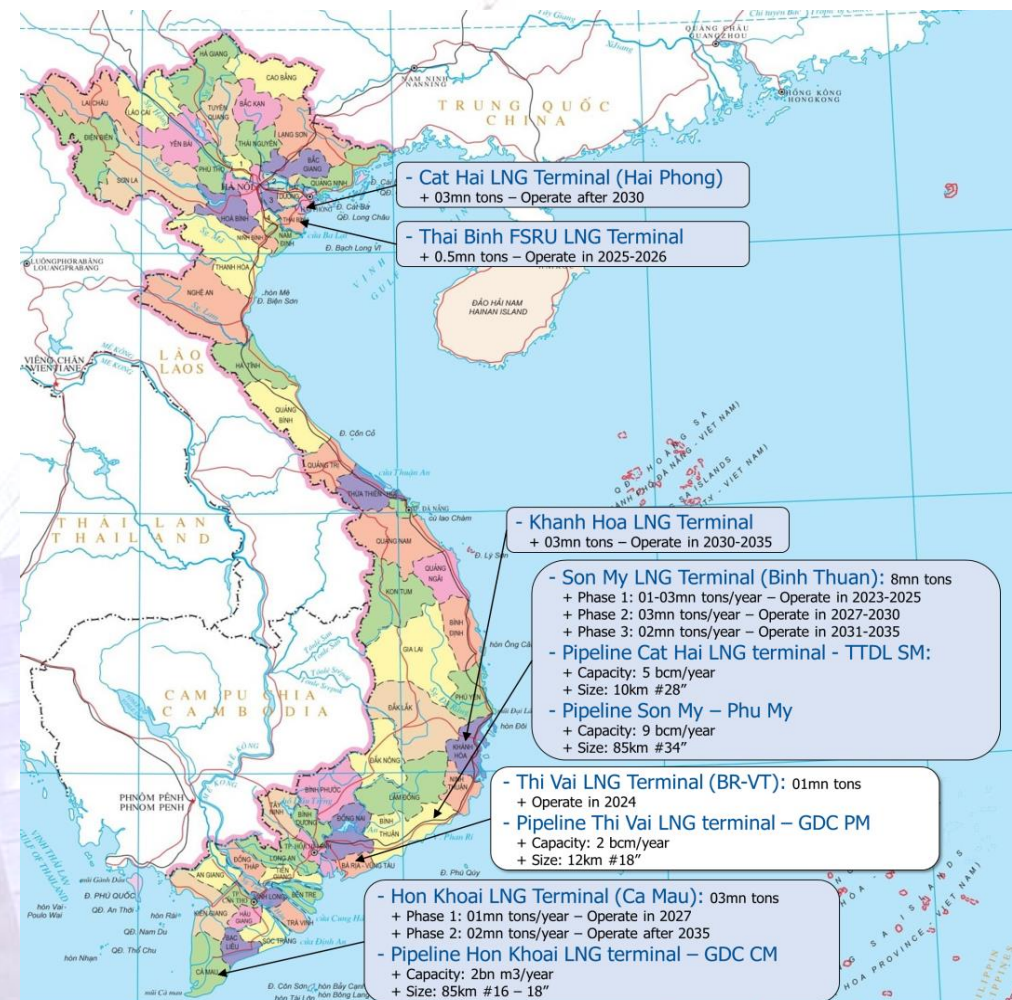
Ngành Dầu khí

Ngành dầu khí Việt Nam

Triển vọng tích cực trong lĩnh vực khí

- Ngày càng có nhiều nhà đầu tư quan tâm và bày tỏ sẵn sàng tham gia vào các dự án khí LNG của Việt Nam, trong tổng thể quy hoạch phát triển ngành khí và điện, đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế trong nước.
- Bên cạnh dự án LNG Thị Vải, Quy hoạch ngành công nghiệp khí đến 2030 cũng bao gồm 6 dự án điện khí LNG khác, với tổng công suất khoảng 18.5 triệu tấn/năm, nhằm cung cấp khí cho các dự án điện.
- Dự án kho cảng nhập khẩu LNG của Công ty Hải Linh đã được tiến hành thực hiện từ năm 2018 và hiện đang bước vào giai đoạn xây dựng cuối cùng. Sau khi hoàn thành, sẽ thực hiện nhập LNG và hóa khí để cung cấp bù cho hệ thống các nhà máy điện khí, hóa chất trong khu vực Thị Vải, Nhơn Trạch và Hiệp Phước với sản lượng hàng năm là khoảng 120 nghìn tấn.
- Dự án LNG Thị Vải của PV GAS cũng đang được tập trung thực hiện. Giai đoạn 1 với công suất 1 triệu tấn/năm với tổng vốn đầu tư khoảng 330 triệu usd, dự kiến sẽ hoàn thành và vận hành thử nghiệm vào cuối năm 2021 để có thể cung cấp khí cho dự án nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 với công suất 1.500MW, sản lượng điện khoảng 10 tỷ kwh/năm.
- Petrolimex cùng đối tác JXTG Nhật Bản cũng đang trong thời gian xem xét và chờ chấp thuận dự án đầu tư LNG Vân Phong Khánh Hòa. Dự án gồm kho cảng nhập LNG với công suất giai đoạn 1 là 180 nghìn m³ và 2 nhà máy khí với công suất 3.000MW. Tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 cho việc nhập khẩu LNG dự kiến là khoảng 700 triệu usd.

Các dự án khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG)



Ngành Dầu khí

Ngành dầu khí Việt Nam

Triển vọng tích cực trong lĩnh vực khí

Hoạt động lọc hóa dầu

Trước năm 2018, hoạt động lọc dầu trong nước được thực hiện bởi nhà máy Lọc hóa dầu Dung Quất với công suất 6.5 triệu tấn/năm. Trong 11 tháng năm 2019, BSR đạt sản lượng 6,1 triệu tấn sản phẩm xăng dầu các loại.

Từ năm 2018, Việt Nam có thêm Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động thương mại, với công suất 10 triệu tấn/năm. Hoạt động của Nghi Sơn đang dần ổn định, 10 tháng đầu năm sản lượng đạt 5 triệu tấn, dự kiến sản lượng cả năm đạt khoảng 7 triệu tấn dầu sản phẩm các loại.

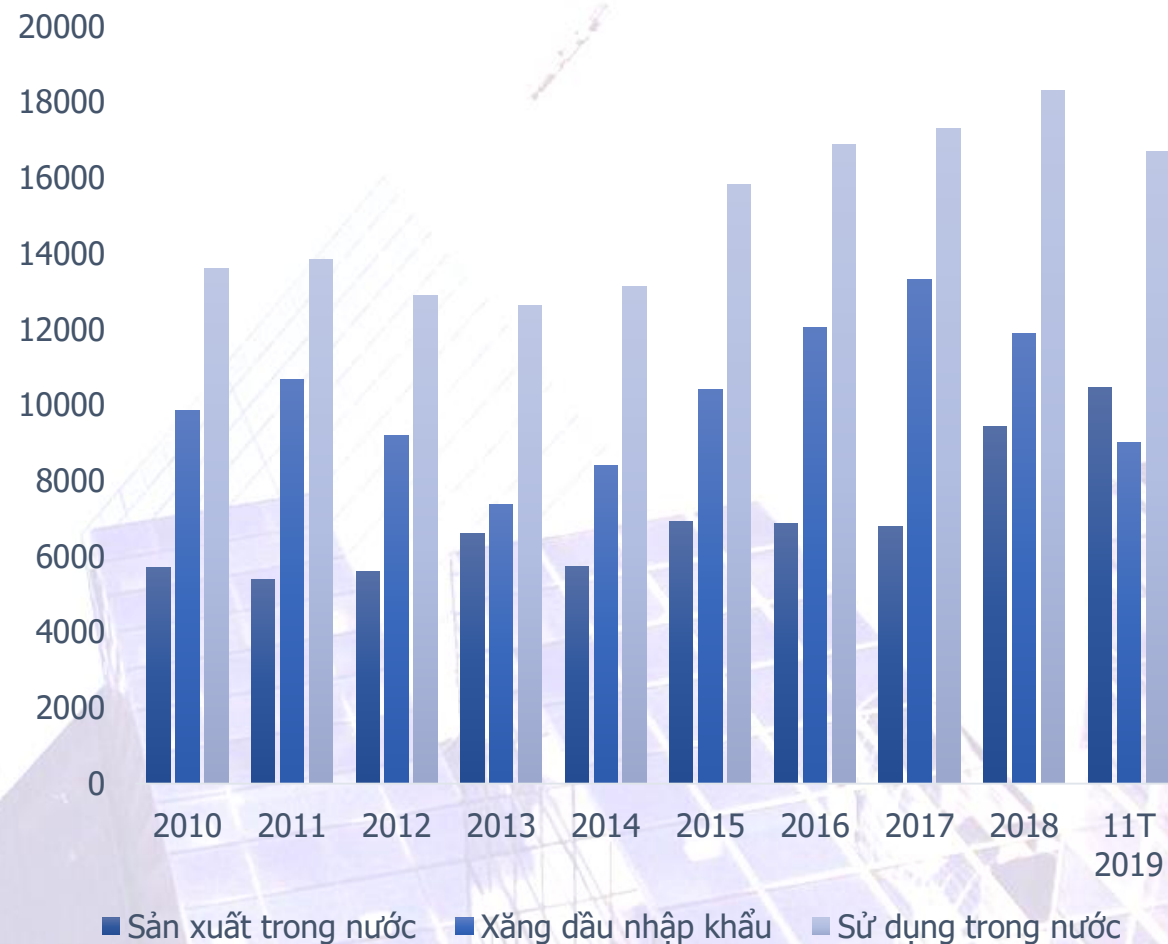
Hoạt động phân phối sản phẩm xăng dầu

Hoạt động phân phối, kinh doanh xăng dầu tại Việt nam được thực hiện bởi khoảng 10 nhà kinh doanh phân phối chính và hệ thống hàng nghìn các nhà bán lẻ, đại lý trong nước.

Petrolimex là nhà kinh doanh phân phối xăng dầu đứng đầu trong nước với sản lượng bán hàng khoảng 9,8 triệu tấn mỗi năm, chiếm trên 50% thị phần cả nước.

PVOIL xếp thứ hai với sản lượng hàng năm khoảng 3,5 triệu tấn, chiếm 22-25% thị phần cả nước.

Sản xuất – tiêu thụ- xuất nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam



Ngành Dầu khí

Ngành dầu khí Việt Nam - Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh của PVN

Chỉ tiêu	Đơn vị	2017	2018	2019				
				KH	Q1	Q2	Q3	11T.2019
Gia tăng dự trữ dầu khí	Triệu tấn	4	12	12				13
Sản lượng dầu khai thác	Triệu tấn	15.5	14	12.4				12.1
Sản lượng khí khai thác	Triệu tấn	9.9	10	9.7				9.4
Sản lượng xăng dầu sản xuất	Triệu tấn	6.8	11.8	11.35				10.5
Doanh thu	Nghìn tỷ VND	267.2	320.9	612.2	162.7	202.8	195.1	627.4
Lợi nhuận trước thuế	Nghìn tỷ VND	46.9	50.6					
Lợi nhuận sau thuế	Nghìn tỷ VND	37.2	38.6					
Nộp ngân sách	Nghìn tỷ VND	97.5	121.3	88		53.3	25.2	86.4

* Số liệu Doanh thu và lợi nhuận năm 2017-2018 là theo Báo cáo tài chính hợp nhất của PVN

** Số liệu Doanh thu và Nộp ngân sách là đến hết 10 tháng đầu năm 2019

Nguồn: PVN, MBS Research

Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: 102,600 VNĐ (+5%)

Luận điểm đầu tư

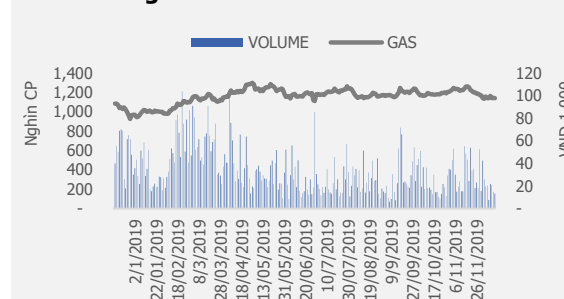
Chúng tôi duy trì khuyến nghị năm giữ cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 102,600 đồng/CP (+5% upside)

- Lợi nhuận sau thuế (LNST) 2019 dự phóng đạt 11,745 tỷ đồng (tương đương kết quả thực hiện 2018 và cao hơn 1.5 lần so với kế hoạch công ty). Dựa trên giá thấp hơn lần lượt 32% và 25% cùng kỳ của các hợp đồng tương lai đối với MFO và Saudi Aramco LPG, chúng tôi dự kiến GAS sẽ ghi nhận lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính thấp hơn 11% cùng kỳ trong Q4/2019. Tuy nhiên, nhờ không ghi nhận khoản chi phí bất thường như Q4/2018, LNST trong Q4/2019 ước tăng 14% cùng kỳ.
- Dự phóng của chúng tôi chưa bao gồm khả năng ghi nhận thêm khoản lợi nhuận ròng 2,100 tỷ đồng/năm (+18% so với lợi nhuận dự phóng 2019) nhờ việc điều chỉnh cơ chế giá bán khí. Từ 20/03/2019, theo quy định của Bộ Công Thương, GAS áp dụng cơ chế giá bao tiêu (dự kiến cao hơn 35% từ mức 4 USD/MMBtu lên 5.4 USD/MMBtu) đối với sản lượng khí dưới bao tiêu (18% - 22% tổng sản lượng khí). Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại, chưa có quyết định chính thức về khả năng chuyển khoản lợi nhuận này về GAS.
- Năm 2020, chúng tôi dự kiến LNST giảm nhẹ 3% cùng kỳ về mức 11,400 tỷ đồng, dựa trên (i) giá MFO tương lai tiếp tục giảm 12% cùng kỳ và (ii) khả năng tăng 36% khoản trích quỹ thu dọn mỏ ở mức 546 tỷ đồng. Công ty cho biết kế hoạch thu dọn mỏ tại bể Cửu Long vào năm 2022 và bể PM3 – Cà Mau vào năm 2027 có tổng chi phí dự kiến 98.83 triệu USD.

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E và EV/EBITDA để xác định giá mục tiêu của GAS. Thị giá cổ phiếu gần như đi ngang kể từ báo cáo cập nhật của chúng tôi vào tháng 10/2019. GAS hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 và 2020 là 17x, thấp hơn 6% so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong trường hợp khả quan nhất khi GAS được ghi nhận khoản lợi nhuận hồi tố từ việc thay đổi cơ chế giá khí, giá mục tiêu dự kiến tăng lên mức 123,700 đồng/CP (+27% upside). Chúng tôi lưu ý rủi ro tranh chấp Biển Đông và quá trình tái cơ cấu bộ máy lãnh đạo của PVN có khả năng làm giảm độ hấp dẫn của cổ phiếu này.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
GAS (%)	-7%	-1%	+5%
VN-Index (%)	-5%	-1%	+1%

Ngày cập nhật	Dec 12, 2019
Thị giá	VND 97,600
Giá mục tiêu	VND 102,600
Upside	5%
Bloomberg	GAS VN
Vốn hóa	VND 186,802bn USD 8,038mn
Diễn biến giá 52 tuần	VND 79,500 VND 111,400
Giá trị giao dịch/ngày	VND 40bn USD 1.7mn
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	3.64%

ĐVT: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	75,611	75,339	75,068	77,740	89,466
EBIT	14,979	14,772	14,253	14,515	17,071
Lợi nhuận ròng	11,454	11,510	11,172	11,363	13,360
Lợi nhuận (cơ bản)	12,130	11,836	11,615	11,815	13,821
EPS (VNĐ)	5,911	5,833	5,662	5,759	6,771
Tăng trưởng EPS (%)	20%	-1%	-3%	2%	18%
P/E (x)	17	17	17	17	14
EV/EBITDA (x)	11	11	11	11	10
Cổ tức (VNĐ)	4,000	5,300	4,000	4,000	4,000
Tỷ suất cổ tức (%)	4%	5%	4%	4%	4%
P/B (x)	4.0	3.9	3.7	3.4	3.1
ROE (%)	25%	24%	23%	22%	23%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	19%	15%	22%	28%	29%

Nguồn: MBS Research

Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	75,611	75,339	75,068	77,740
Giá vốn hàng bán	58,120	58,104	58,299	60,547
Lợi nhuận gộp	17,491	17,234	16,769	17,193
Doanh thu tài chính	1,477	1,459	1,450	1,450
Chi phí tài chính	617	327	273	296
Chi phí bán hàng & quản lý	3,767	3,835	3,879	4,038
Lợi nhuận trước thuế	14,539	14,538	14,075	14,315
Lợi nhuận sau thuế	11,708	11,745	11,400	11,595
Lợi nhuận ròng	11,454	11,510	11,172	11,363
Lợi ích thiểu số	254	235	228	232

Bảng cân đối kế toán	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Tài sản ngắn hạn	40,932	43,322	45,584	49,299
I. Tiền & tương đương tiền	6,705	9,061	11,169	13,975
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	21,602	21,602	21,602	21,602
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	10,213	10,611	10,573	10,949
IV. Hàng tồn kho	1,948	1,793	1,799	1,869
V. Tài sản ngắn hạn khác	462	255	440	904
Tài sản dài hạn	21,682	20,640	27,918	34,324
I. Các khoản Phải thu dài hạn	217	217	217	217
II. Tài sản cố định	18,609	15,718	12,837	13,587
1. Tài sản cố định hữu hình	18,149	15,295	12,432	13,200
2. Tài sản cố định vô hình	440	423	405	387
III. Bất động sản đầu tư	24	24	22	20
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,235	3,258	13,419	19,077
V. Đầu tư tài chính dài hạn	63	64	64	64
VI. Tài sản dài hạn khác	1,534	1,359	1,359	1,359
Tổng tài sản	62,614	63,962	73,501	83,623
Nợ phải trả	15,748	16,074	22,430	29,185
I. Nợ ngắn hạn	11,847	11,530	10,852	11,087
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	10,357	9,602	9,477	9,685
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,490	1,928	1,375	1,402
II. Nợ dài hạn	3,901	4,544	11,578	18,098
1. Các khoản phải trả dài hạn	505	907	1,453	2,010
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,396	3,637	10,125	16,087
Vốn chủ sở hữu	46,866	47,889	51,071	54,439
1. Vốn điều lệ	19,140	19,140	19,140	19,140
2. Thặng dư vốn cổ phần	211	211	211	211
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	25,721	26,744	29,926	33,294
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,794	1,794	1,794	1,794
Tổng nguồn vốn	62,614	63,962	73,501	83,623

Chỉ số tài chính	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Định giá				
EPS (VND)	5,911	5,833	5,662	5,759
BVPS (VND)	24,486	25,020	26,683	28,442
P/E	17	17	17	17
P/B	4.0	3.9	3.7	3.4
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	23%	23%	22%	22%
Biên EBITDA	24%	24%	23%	23%
Biên lợi nhuận ròng	15%	15%	15%	15%
ROE	25%	24%	23%	22%
ROA	18%	18%	16%	14%
Tăng trưởng				
Doanh thu	17%	0%	0%	4%
Lợi nhuận trước thuế	15%	0%	-3%	2%
Lợi nhuận ròng	18%	0%	-3%	2%
EPS	20%	-1%	-3%	2%
Tổng tài sản	1%	2%	15%	14%
Vốn chủ sở hữu	8%	2%	7%	7%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	3.46	3.76	4.20	4.45
Thanh toán nhanh	3.29	3.60	4.03	4.28
Nợ/Tài sản	0.25	0.25	0.31	0.35
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.34	0.34	0.44	0.54
Khả năng thanh toán lãi vay	34	55	34	21
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	8	7	7	7
Số ngày thu tiền bán hàng	47	51	51	51
Vòng quay hàng tồn kho	32	32	32	32
Số ngày tồn kho	11	11	11	11
Vòng quay các khoản phải trả	6	6	6	6
Số ngày phải trả	61	60	59	58

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	12,421	12,580	12,727	12,619
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(7,315)	(760)	(8,898)	(8,147)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(11,905)	(9,465)	(1,721)	(1,667)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(6,799)	2,355	2,108	2,805

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Tổng Công ty CP dịch vụ kỹ thuật Dầu khí (HNX-PVS)

MUA; Giá mục tiêu: 23,900 VNĐ (40.5%)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị cơ hội MUA cổ phiếu PVS với giá mục tiêu 12 tháng tới là 23.900 đồng dựa trên các đánh giá về tình hình hoạt động năm 2019 và cơ hội phát triển của PVS trong giai đoạn 2020-2025.

- Hoạt động của công ty sẽ tiếp tục có sự hồi phục mạnh mẽ, đặc biệt dẫn đầu là lĩnh vực chế tạo cơ khí dầu khí sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ của công ty trong năm 2019-2025 nhờ các dự án đầu tư thăm dò và khai thác dầu khí của Việt Nam tiếp tục được đầu tư phát triển trong những năm tới.
- Hoạt động cung cấp dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO) cho doanh thu và lợi nhuận ổn định. Trong nửa cuối năm 2020, dự kiến sẽ đưa thêm FSO Sao Vàng Đại Nguyệt vào vận hành khai thác với doanh thu mỗi năm đạt khoảng 600 tỷ đồng.
- Tình hình tài chính vững mạnh, tiền và tương đương tiền lớn giúp công ty phát triển ổn định và đáp ứng nhu cầu tài chính khi có cơ hội mở rộng năng lực sản xuất và đầu tư dự án mới.

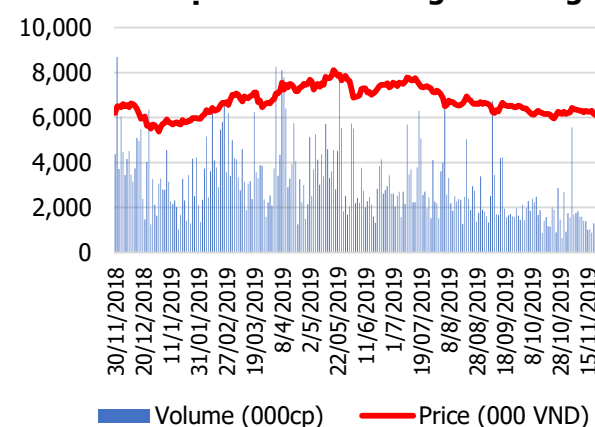
Định giá:

Chúng tôi xây dựng kế hoạch kinh doanh dựa trên thông tin về tình hình hoạt động của công ty, thị trường, các dự án đầu tư, sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE, so sánh chỉ số trung bình ngành. Giá trị mỗi cổ phần được xác định ở mức 23.900 đồng cho mục tiêu 12 tháng tới.

Rủi ro:

Các dự án lớn của ngành dầu khí mà công ty dự kiến tham gia không đảm bảo về mặt tiến độ làm suy giảm khối lượng công việc, giảm hiệu quả kinh doanh. Biến động giá dầu trên thị trường sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty.

Giao dịch của PVS trong 12 tháng



Giá hiện tại	17.000 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	23.900 VND
Upside (%)	40.5%
Bloomberg	PVS VN
Giá trị vốn hóa	7.982 VND Bil 363 USD Mil
Biến động giá 52 tuần (VND)	16.120-24.320
Khối lượng GDBQ ngày (000cp)	3.001
Giá trị GDBQ ngày (Bil VND)	63,19
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại (%)	21.89%

Đơn vị: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu thuần	14,638	17,750	18,592	19,982	21,308
EBIT	1,562	1,282	1,482	1,696	1,832
Lợi nhuận sau thuế	573	836	1,102	1,275	1,385
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,047	809	1,067	1,234	1,341
EPS (VND)	2,191	1,693	2,306	2,667	2,898
Tăng trưởng EPS (%)	-3%	-23%	36%	16%	9%
P/E (x)	8	10.4	7.6	6.6	6.1
EV/EBITDA	3	3.4	3.6	3	2.4
Cổ tức bằng tiền (VND)	700	1,000	1,000	1,200	1,200
Tỷ suất cổ tức (%)	4%	6%	6%	7%	7%
P/B (x)	7.09	6.88	6.54	6.21	5.85
ROE (%)	5%	6%	8%	9%	9%
Nợ ròng/vốn chủ sở hữu (%)	-30%	-33%	-24%	-25%	-30%

Source: MBS Research

Nguồn: PVS, Research MBS dự báo

Tổng Công ty CP dịch vụ kỹ thuật Dầu khí (HNX-PVS)

MUA; Giá mục tiêu: 23,900 VNĐ (40.5%)

Các dự án dầu khí PVS tham gia trong giai đoạn 2018-2025

Dự án	Giá trị đầu tư dự án (Tr usd)	Giá trị đầu tư- tham gia của PVS (Tr usd)	Thời gian
Sư Tử trắng giai đoạn 2	500	300	2018-2022
Đường ống Nam Côn Sơn 2 GĐ2			2018-2020
Sao vàng Đại nguyệt	750	750	2018-2020
		130	10/2018-7/2020
Galaf - Qatar	320	320	2019-2020
Lọc hóa dầu Long Sơn	4,000	100	2018-2024
Vopak II		500 tỷ VND	2019-2020
LNG Thị Vải	280	200	Q3.2019-Q3.2022
Nam Du - U Minh	200	200	Q1.2020-Q3.2022
Lô B- Ô môn- đường ống	1,270	Đang tham gia chào thầu	2018-2025
Lô B- Ô môn- phát triển mỏ	6,800	Đang tham gia chào thầu	2018-2025
Cá Voi xanh	10,000	850	2018-2025
Dự án NCMR nhà máy lọc hóa dầu Bình Sơn	1,800	Na	2019-2022
Nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 3-4	1,500	Na	2019-2023
Bảo Vàng		Na	
Lạc đà Vàng		Na	

Lĩnh vực cho thuê kho nổi hoạt động ổn định, có cơ hội tăng trưởng cùng các dự án đầu khí mới

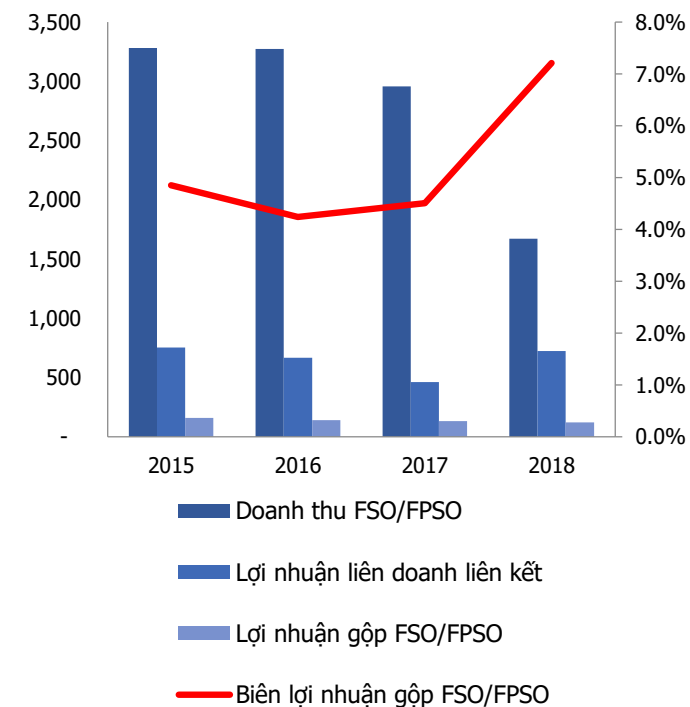
Lợi nhuận cho thuê kho nổi ổn định các năm qua. Đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của toàn công ty.

Trong năm 2020, FSO Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ đi vào hoạt động, mang lại doanh thu hàng năm thêm 600 tỷ đồng. Cùng với các dự án mới như Sư tử trắng, Nam Du U Minh, ... công ty tiếp tục có cơ hội phát triển hoạt động này.

Hệ thống FS/FPSO của PVS

FSO/FPSO	Tỷ lệ sở hữu của PVS	Mỏ	Hoạt động từ	Sức chứa (nghìn thùng)
FPSO Lam Sơn	51%	Thăng long - Đông Đô	Jun-14	350
FSO Biển Đông 1	51%	Hải Thạch- Mộc Tinh	Jun-13	350
FPSO Ruby II	60%	Hồng Ngọc	Jun-10	645
FSO Orkid	49%	PM3 CAA	Mar-09	745
FSO MV 12	33%	Rồng Đồi	2007	300
FSO Sao Vàng -Đại Nguyệt	49%	SVĐN	Oct-20	700

Hoạt động FSO/FPSO



Nguồn: PVN, MOIT, MBS research tổng hợp

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

Tổng Công ty CP dịch vụ kỹ thuật Dầu khí (HNX-PVS)

MUA; Giá mục tiêu: 23,900 VNĐ (40.5%)

Hoạt động kinh doanh tăng trưởng trở lại trong 2019 và các năm tới

Với nhiều lĩnh vực hoạt động đa dạng, hoạt động của công ty tránh được những khó khăn từ việc giá dầu sụt giảm mạnh trong giai đoạn 2014-2016.

Doanh thu 9 tháng đầu năm 2019 đạt 13.569 tỷ đồng, tăng 19.4% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi dự báo, năm 2019, doanh thu đạt 17.750 tỷ đồng, tăng 21.3% so với năm 2018.

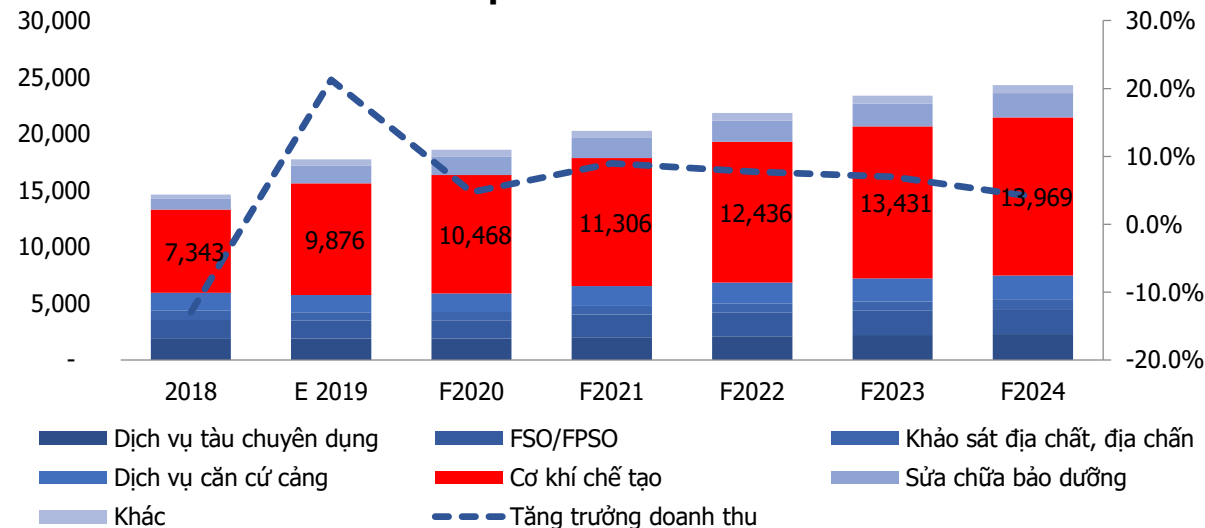
Hoạt động chế tạo Cơ khí dầu khí là động lực tăng trưởng chính của công ty giai đoạn 2019-2025

Trong 9 tháng 2019, doanh thu cơ khí dầu khí đạt 7.747 tỷ đồng, tăng 27.9% so với cùng kỳ, chiếm 57% tổng doanh thu. Cho cả năm 2019, dự báo doanh thu đạt 9.876 tỷ đồng, tăng 35% so với năm 2018.

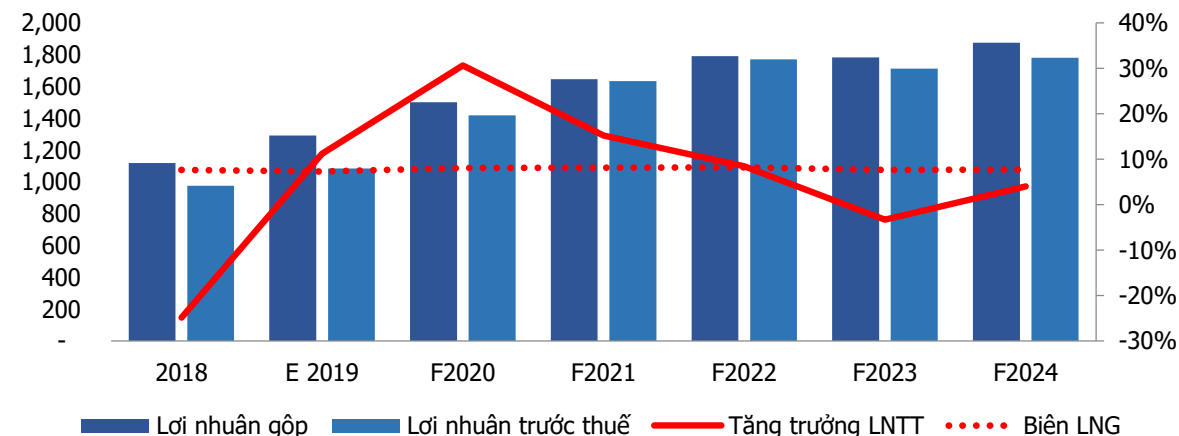
Trong năm 2020, chúng tôi dự báo doanh thu lĩnh vực chế tạo cơ khí dầu khí đạt 10.500 tỷ đồng, tăng 6%, cùng với các dự án lớn như Sao vàng Đại nguyệt, Galaf, Sư tử trắng.

Trong những năm tới, nhờ các dự án dầu khí mới, doanh thu tiếp tục tăng trưởng và doanh thu lĩnh vực chế tạo cơ khí dầu khí tiếp tục là đầu tàu kéo doanh thu toàn công ty tăng lên.

Dự báo doanh thu và cơ cấu



Dự báo lợi nhuận



Tổng Công ty CP dịch vụ kỹ thuật Dầu khí (HNX-PVS)

MUA; Giá mục tiêu: 23,900 VNĐ (40.5%)

Định giá

Sử dụng các phương pháp định giá, chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu FCFE, so sánh PE, PB, EV/EBITDA, chúng tôi đưa ra giá trị cổ phiếu của công ty ở mức xấp xỉ 23.900 đồng. Đây là giá mục tiêu trong 12 tháng tới, so với giá hiện tại của cổ phiếu trên thị trường, mức tăng trưởng là khoảng 38%.

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu
DCF-FCFE	23.500
PE	30.400
PB	21.500
EVEBITDA	20.300
Giá trị trung bình	23.925

Mã Chứng khoán	Quốc gia	P/B	P/E	EV/EBITDA T12M	Vốn hóa thị trường (triệu usd)
PVD VN Equity	Vietnam	0.51	15.57	11.29	304
300569 CH Equity	China	1.71	17.26		468
DEHB MK Equity	Malaysia	1.58	9.62	6.59	460.1
HIBI MK Equity	Malaysia	1.24	6.66	2.29	369.1
SXY AU Equity	Australia	1.39		15.6	350.9
196 HK Equity	China	0.55	8.51	7.96	342.2
SGP TB Equity	Thailand	1.54	23.8	14.56	541.2
PVS VN Equity	Vietnam	0.74	9.21	0.31	393.5
Trung bình		1.19	12.69	7.8	

Rủi ro:

- Các dự án lớn của ngành dầu khí mà công ty dự kiến tham gia không đảm bảo về mặt tiến độ làm suy giảm khối lượng công việc, giảm hiệu quả kinh doanh. Trong năm 2018, việc dự án Cá Rồng đổ bị dừng đột ngột đã gây khó khăn cho hoạt động của công ty trong 6 tháng đầu năm.
- Biến động giá dầu trên thị trường sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của công ty.
- Hoạt động cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí dựa trên các dự án thăm dò khai thác dầu khí, khi giá dầu giảm, các chủ phát triển dự án sẽ cân nhắc giảm, giãn tiến độ dự án, hoặc giá cước phí xây dựng đàm phán giảm làm cho hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty bị ảnh hưởng theo.
- Trong những năm tới, mặc dù giá dầu trên thị trường được dự báo là chịu nhiều sức ép giảm giá, chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ ổn định trong biên độ từ 63-68 usd/thùng (dầu Brent), đây là mức có thể hỗ trợ hoạt động đầu tư thăm dò khai thác dầu khí phát triển ổn định.
- Mặt khác, cùng với chiến lược phát triển ngành dầu khí nói riêng và ngành năng lượng nói chung, nhu cầu dầu khí cho ngành điện, tiêu dùng xăng dầu trong nước đang ngày càng tăng lên, thúc đẩy các dự án thượng nguồn khai thác khó có thể chậm trễ thêm.

Nguồn: Bloomberg, Research MBS tổng hợp

Tổng Công ty CP dịch vụ kỹ thuật Dầu khí (HNX-PVS)

Kết quả kinh doanh								Key ratios							
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E		2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Doanh thu	14,638	17,750	18,592	19,982	21,308	22,758	23,687	Hệ số lợi nhuận							
Giá vốn hàng bán	-13,519	-16,459	-17,089	-18,358	-19,558	-21,022	-21,858	Biên lợi nhuận gộp	7.6%	7.3%	8.1%	8.1%	8.2%	7.6%	7.7%
Lợi nhuận gộp	1,119	1,292	1,502	1,623	1,750	1,736	1,829	EB/ITDA	14.5%	9.4%	10.2%	10.6%	10.6%	9.7%	9.6%
Doanh thu tài chính	506	326	326	326	326	326	326	Biên lợi nhuận ròng	7.2%	4.6%	5.7%	6.2%	6.3%	5.7%	5.7%
Chi phí tài chính	-66	-115	-110	-110	-108	-108	-108	ROE	4.5%	6.4%	8.1%	8.9%	9.1%	8.4%	8.4%
Lợi nhuận liên doanh liên kết	723	506	531	637	650	663	676	Hệ số tăng trưởng							
Chi phí bán hàng	-102	-89	-93	-100	-107	-114	-118	Tăng trưởng doanh thu	-13%	21%	5%	7%	7%	7%	4%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-645	-710	-744	-749	-746	-797	-829	Tăng trưởng LNTT	-25%	11%	31%	15%	8%	-3%	4%
Lợi nhuận kinh doanh thuần	1,535	1,210	1,413	1,628	1,766	1,708	1,776	Tăng trưởng LNST	4%	-23%	32%	16%	9%	-3%	4%
Lợi nhuận trước thuế	976	1,085	1,418	1,633	1,771	1,713	1,781	Tăng trưởng EPS	-3%	-23%	36%	16%	9%	-3%	4%
Lợi nhuận sau thuế	573	836	1,102	1,275	1,385	1,338	1,393	Hệ số thanh khoản							
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,047	809	1,067	1,234	1,341	1,295	1,348	Hệ số thanh toán hiện hành	2.07	2.09	1.96	2.01	2.06	2.14	2.19
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	474	-27	-36	-41	-45	-43	-45	Hệ số thanh toán nhanh	2.00	1.96	1.77	1.81	1.87	1.94	2.02
Bảng cân đối tài sản	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.45	0.45	0.43	0.43	0.43	0.42	0.42
Tài sản ngắn hạn	14,129	14,869	14,452	15,764	17,166	18,498	19,632	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.82	0.80	0.77	0.76	0.74	0.73	0.72
Tài sản dài hạn	8,961	8,669	9,760	9,544	9,320	9,090	8,949	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	23.60	11.15	13.45	15.48	17.02	16.45	17.10
Tổng tài sản	23,089	23,538	24,213	25,307	26,486	27,588	28,580	Hệ số định giá							
Nợ phải trả	10,384	10,475	10,525	10,918	11,285	11,623	11,939	Lợi suất cổ tức	4%	6%	6%	7%	7%	7%	9%
I. Nợ phải trả ngắn hạn	6,825	7,116	7,366	7,859	8,326	8,664	8,980	EPS (VND)	2,191	1,693	2,306	2,667	2,898	2,800	2,915
II. Nợ phải trả dài hạn	3,559	3,359	3,159	3,059	2,959	2,959	2,959	BVPS (VND)	24,839	25,589	26,895	28,362	30,060	31,659	33,074
Vốn chủ sở hữu	12,705	13,064	13,688	14,389	15,201	15,965	16,641								
Tổng nguồn vốn	23,089	23,538	24,213	25,307	26,486	27,588	28,580								
Macro outlook	Stock market outlook				Key investment themes				Stock picks						

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)

Mua, Giá mục tiêu: 11,650 VNĐ (+40%)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu BSR với giá mục tiêu 12 tháng tới ở mức 11.650 đồng dựa trên những đánh giá và dự phóng về kế hoạch kinh doanh của công ty trong những năm tới, cùng với các điểm tích cực về vị thế, năng lực kinh doanh của công ty và nhu cầu thị trường sản phẩm lọc dầu.

- Giá dầu hiện đang ổn định và lợi nhuận biên của các nhà máy lọc dầu đang ở mức hấp dẫn, nhất là đối với các nhà máy lọc hóa dầu sử dụng nguyên liệu dầu ngọt nhẹ sản xuất sản phẩm chứa hàm lượng lưu huỳnh thấp đáp ứng các tiêu chuẩn của IMO về nhiên liệu dầu FO, DO sử dụng cho vận tải tàu biển, được áp dụng từ tháng 1.2020.
- Công ty có kế hoạch gia tăng sử dụng dầu thô nguyên liệu nhập khẩu từ năm 2020 lên đến mức 50%, do nguồn dầu thô trong nước đang giảm dần và đặc biệt là chính sách giảm thuế nhập khẩu dầu thô từ 5% xuống còn 0% từ tháng 11.2019. Chúng tôi ước tính, chi phí nguyên liệu dầu thô có thể giảm khoảng 650 tỷ mỗi năm tại tỷ lệ 15% hiện tại, và sẽ giảm thêm khi công ty gia tăng tỷ lệ dầu nhập khẩu.

Định giá:

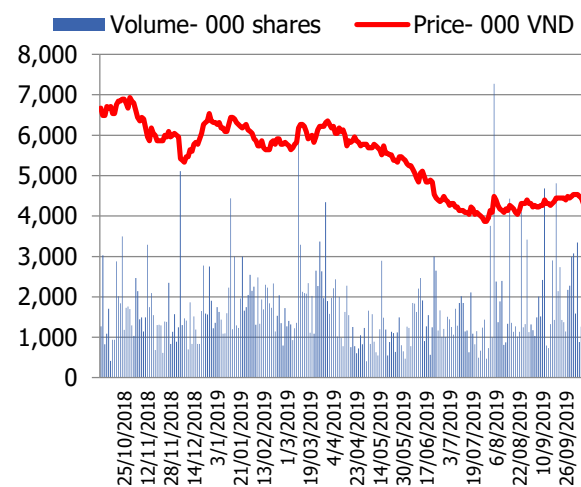
Chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu BSR ở mức 11.650 đồng/cổ phần, trên cơ sở dự phóng về kết quả kinh doanh của BSR trong giai đoạn 2019-2025, áp dụng các các phương pháp định giá cơ bản như chiết khấu dòng tiền FCFE, so sánh PE, PB, EV/EBITDA. với các công ty cùng ngành trong nước và khu vực.

Rủi ro:

Chi phí dầu thô nguyên liệu chiếm hơn 90% tổng chi phí giá thành, biến động giá dầu làm ảnh hưởng chặt chẽ đến kết quả sản xuất kinh doanh của công ty.

Dự án nâng cấp mở rộng nếu không đạt tiến độ, có thể làm tăng chi phí và đặc biệt là sản phẩm sản xuất không được nâng cấp theo chuẩn.

Giao dịch cổ phiếu BSR 12M



Giá hiện tại (18/12/2019)	8.300 VNĐ
Giá mục tiêu 12 tháng	11.650 VNĐ
Upside (%)	40%
Bloomberg	
Giá trị vốn hóa	25.734 Bil VNĐ 1.112 Mil USD
Biến động giá 12 tháng(VND)	8.300-15.600
Khối lượng GDBQ ngày trong 12 tháng (000cp)	1.683
Giá trị GDBQ ngày trong 12 tháng(tỷ VNĐ)	20.57
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại(%)	2,4%

Đ.vị: Tỷ đồng	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	111,952	99,479	84,819	104,667	104,376
Lợi nhuận gộp	5,038	3,154	3,810	5,206	5,671
Biên Lợi nhuận gộp	4.5%	3.2%	4.5%	5.0%	5.4%
EBIT	4,595	2,666	3,203	4,537	4,940
Lợi nhuận trước thuế	3,786	2,327	2,886	4,387	4,857
Lợi nhuận sau thuế	3,557	2,211	2,742	4,168	4,615
EPS (VNĐ)	1,195	729	884	1,344	1,488
Tăng trưởng EPS (%)	-56%	-39%	21%	52%	11%
P/E (x)	7.36	12.34	9.39	6.17	5.91
EV/EBITDA (x)	4.17	4.69	3.78	4.70	7.21
Cổ tức mỗi cổ phần(VNĐ)	0	na	500	600	800
Lợi tức cổ phần (%)	0	na	6.0%	7.2%	9.1%
P/B (x)	8.73	8.15	7.42	6.96	6.94
ROE (%)	11%	7%	8%	11%	12%
Nợ ròng/Vốn CSH (%)	18%	1%	-7%	25%	77%

Nguồn: BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)

Mua, Giá mục tiêu: 11,650 VNĐ (+40%)

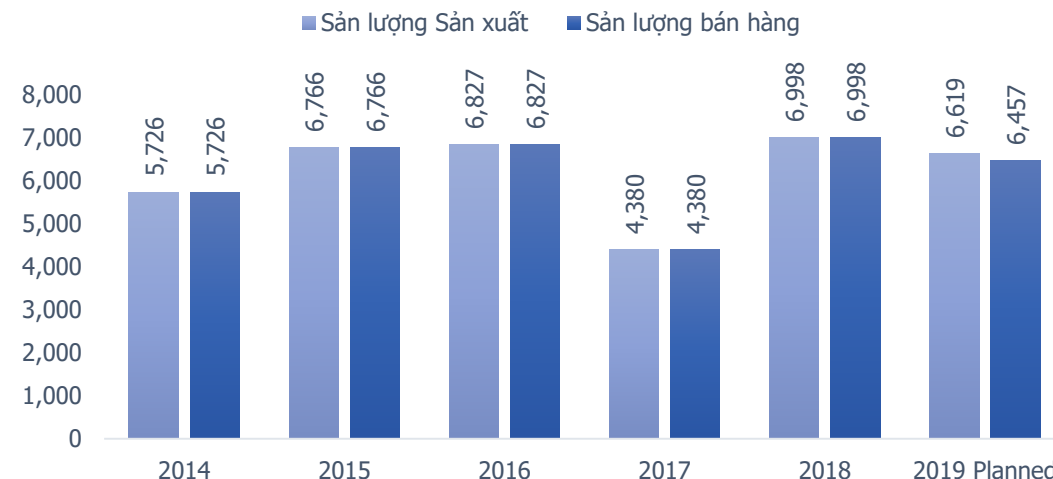
Gia tăng sử dụng dầu thô nhập khẩu từ năm 2020

- Hiện tỷ lệ dầu nhập khẩu trong dầu nguyên liệu đạt khoảng 15%, tương đương khoảng 0,9 triệu tấn/năm. Công ty có kế hoạch gia tăng sử dụng dầu nguyên liệu nhập khẩu lên tỷ lệ 50% từ năm 2020 trở đi.
- Trong tháng 11.2019, BSR đã cùng với Công ty SOCAR Trading (Azerbaijan) ký hợp đồng cung cấp dầu thô cho nhà máy lọc dầu Dung Quất. Theo đó, SOCAR Trading sẽ cung cấp 5 triệu thùng dầu thô Azeri trong 6 tháng đầu năm 2020.
- Chúng tôi ước tính, với việc giảm thuế nhập khẩu dầu thô từ 5% về 0%, với giá dầu và tỷ lệ sử dụng dầu nguyên liệu nhập khẩu 15% như hiện nay, mỗi năm chi phí nguyên liệu sẽ giảm được 650 tỷ đồng. Trong những năm tới, khi công ty tăng cường sử dụng dầu nhập khẩu, chi phí nguyên liệu sẽ tiếp tục giảm và gia tăng hiệu quả hoạt động của công ty.

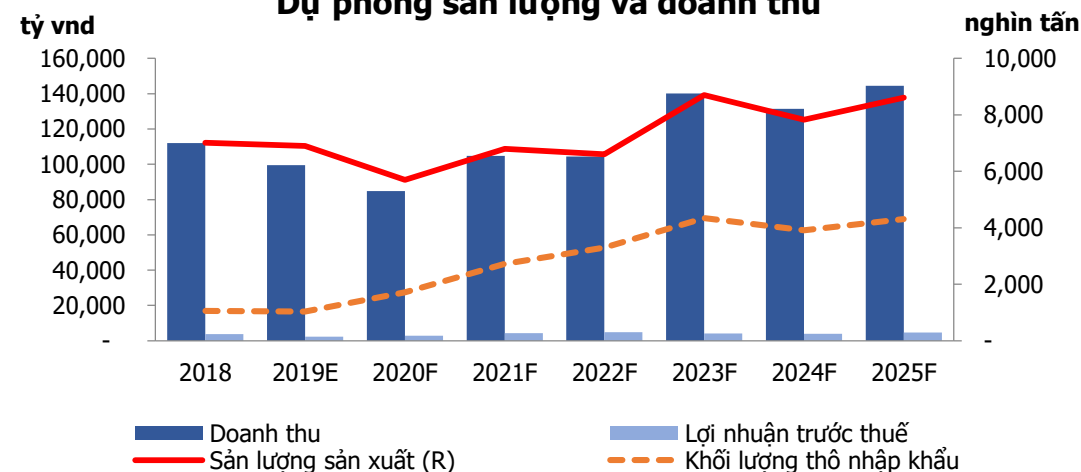
Sản xuất dầu DO, MFO đạt tiêu chuẩn mới làm gia tăng hiệu quả

- Theo quy định mới của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) từ 1/2020, tàu biển phải sử dụng dầu MFO có hàm lượng lưu huỳnh tối đa 0,5%. Theo đánh giá của các chuyên gia, về lâu dài, những nhà máy sản xuất dầu thô ngọt nhẹ sẽ được hưởng lợi từ quy định này.
- BSR là nhà máy có thể sản xuất dầu sản lượng lớn 2,6 triệu tấn dầu DO hàm lượng lưu huỳnh thấp và 192 nghìn tấn MFO đạt tiêu chuẩn mới. Ngày 29/11/2019 đã xuất bán lo dầu MFO đầu tiên với khối lượng là 6.000 tấn. Đây là tín hiệu tích cực trong tiến trình gia tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh của nhà máy trong những năm tới.

Sản lượng sản xuất và bán hàng



Dự phóng sản lượng và doanh thu



Nguồn: Bloomberg, BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)

Mua, Giá mục tiêu: 11,650 VNĐ (+40%)

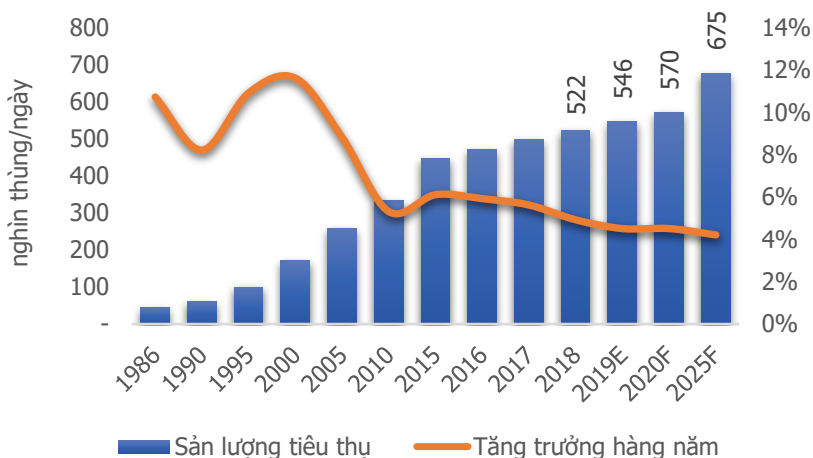
Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm xăng dầu của Việt Nam tiếp tục tăng lên

Sản lượng tiêu thụ sản phẩm xăng dầu năm 2018 đạt mức 522 nghìn thùng/ngày. Năm 2019 ước đạt 546 nghìn thùng, tăng trưởng 4.5% so với 2018.

Theo dự báo của BMI, tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tiếp tục tăng lên và đạt mức 675 nghìn thùng/ngày vào năm 2025, với tốc độ tăng trưởng khoảng 4.2% mỗi năm.

Như vậy với hai nhà máy công suất hiện tại đạt 350 nghìn thùng/ngày, thì mỗi năm Việt Nam tiếp tục phải nhập lượng xăng dầu trên 200 nghìn thùng/ngày.

Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam



Nguồn: Moit, BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

Nguồn lực tài chính mạnh

Cơ cấu tài sản – nguồn vốn

Tài sản ngắn hạn đạt 24.781 tỷ đồng, trong đó tiền và tương đương tiền đạt 8.408 tỷ đồng.

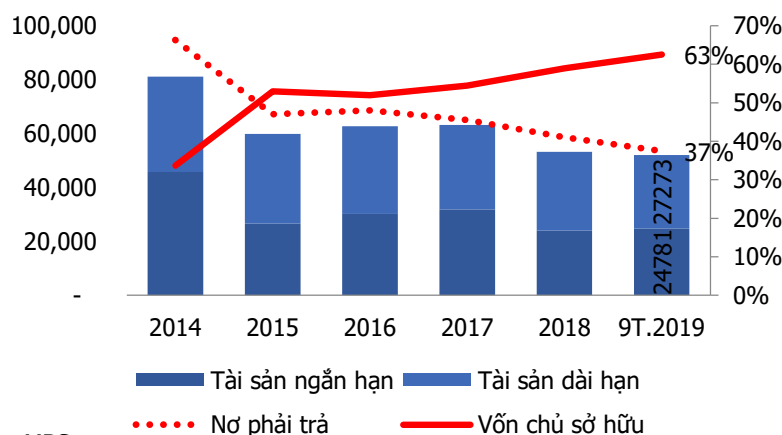
Tàn sản dài hạn đạt 27.273 tỷ đồng, Giá trị trích khấu hao tài sản cố định mỗi năm đạt khoảng 2.650 tỷ đồng, đảm bảo nguồn vốn trả nợ dài hạn và bổ sung hoạt động kinh doanh.

Nợ phải trả giảm dần, chiếm 37% đạt 19.494 tỷ đồng, trong khi vốn chủ sở hữu tăng lên chiếm 63% tổng nguồn vốn, đạt 32.560 tỷ đồng

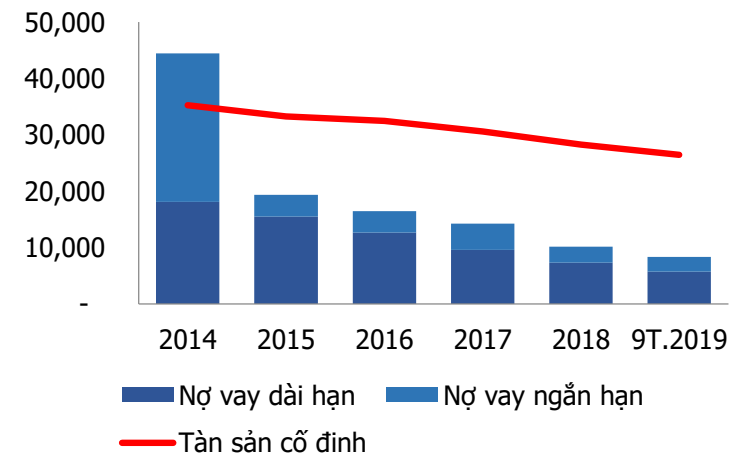
Nợ vay đang giảm nhanh

Nợ vay giảm mạnh trong các năm qua, mỗi năm công ty trả được từ 2.600-2.800 tỷ đồng nợ vay. Đến tháng 9.2019, nợ vay giảm còn 8.320 tỷ đồng, trong đó, nợ ngắn hạn là 2.591 tỷ, nợ dài hạn là 5.729 tỷ đồng. Như vậy, dự kiến đến hết 2021, nợ dài hạn sẽ được công ty trả hết, chỉ còn khoảng 1.600 nợ ngắn hạn, chi phí nợ vay vì thế sẽ giảm xuống đáng kể.

Cơ cấu tài sản-nguồn vốn



Tài sản cố định và Nợ vay



CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)

Mua, Giá mục tiêu: **11,650 VNĐ (+40%)**

Dự báo kết quả kinh doanh của công ty giai đoạn 2020-2025

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Công suất	Nghìn tấn	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	8,500	8,500	8,500
Sản lượng sản xuất	Nghìn tấn	7,100	6,900	5,700	6,800	6,600	8,696	7,826	8,609
Giá dầu Brent	Usd/thùng	72	64	65	68	70	72	75	75
Doanh thu	Tỷ đồng	111,952	99,479	84,819	104,667	104,376	140,142	131,408	144,536
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	5,038	3,154	3,810	5,206	5,671	7,664	7,195	7,912
Biên lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	4.50%	3.20%	4.50%	5.00%	5.40%	5.50%	5.50%	5.50%
EBIT	Tỷ đồng	4,595	2,666	3,203	4,537	4,940	6,462	6,032	6,585
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	3,786	2,327	2,886	4,387	4,869	4,194	3,991	4,771
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	3,557	2,211	2,742	4,168	4,626	3,985	3,791	4,532
EPS	Đồng	1,195	713	884	1,344	1,492	1,285	1,223	1,462
Tăng trưởng EPS	%	-56%	-40%	21%	52%	11%	-14%	-5%	20%
P/E	Lần	6.94	11.64	9.39	6.17	5.56	6.46	6.79	5.68
EV/EBITDA	Lần	4.17	4.69	3.78	4.7	7.21	4.64	4.22	3.35
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	0	na	500	600	800	800	800	800
Lợi suất cổ tức	%	na	na	6.00%	7.20%	9.60%	9.60%	9.60%	9.60%
P/B	Lần	8.23	7.69	7.42	6.96	6.55	6.3	6.11	5.82
ROE	%	11%	7%	8%	11%	12%	10%	9%	10%
Tỷ lệ Nợ ròng/Vốn CSH	%	18%	1%	-7%	25%	77%	66%	48%	29%

Nguồn: BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

- Trong quý IV.2019 Chúng tôi dự báo sản lượng sản xuất và bán hàng đạt 1.8 triệu tấn, lũy kế cả năm đạt 6,4 triệu tấn, doanh thu quý IV đạt mức 24.000 tỷ đồng và cả năm đạt mức 99.479 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế cả năm đạt mức 2.237 tỷ đồng.
- Năm 2020, chúng tôi ước sản lượng sản xuất và tiêu thụ đạt 5,7 triệu tấn, giảm 17% do công ty thực hiện bảo dưỡng tổng thể kế hoạch. Với giá dầu được dự báo ở mức trung bình 65 usd/thùng, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận trước thuế đạt mức 84.819 tỷ đồng và 3.092 tỷ đồng.
- Cho các năm tiếp theo, dự báo sản lượng sản xuất trong các năm tới của công ty dựa trên năng lực nhà máy hiện tại, và dự án nâng cấp mở rộng được thực hiện, dự kiến dự án hoàn thành vào năm 2022, sẽ hoạt động thương mại từ năm 2023.

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)

Mua, Giá mục tiêu: 11,650 VNĐ (+40%)

Định giá cổ phiếu

Sử dụng các phương pháp định giá, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 12 tháng của BSR là 11.650 đồng.

Phương pháp định giá	Giá trị cổ phiếu
FCFE	12.040
P/E	12.210
P/B	7.153
EV/EBITDA	15.214
Giá trung bình (giá mục tiêu)	11.650

Rủi ro:

Biến động giá dầu trên thị trường sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả sản xuất kinh doanh của công ty.

Cạnh tranh giữa các đơn vị sản xuất trong nước và xăng dầu nhập khẩu.

Nhu cầu xăng dầu trong nước hiện tại mỗi năm vào khoảng 18 triệu tấn và được dự báo tăng thêm từ 3-4% mỗi năm đến 2025. Sản xuất trong nước cũng tăng thêm từ 2018 khi nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động. Như vậy, sản phẩm của công ty ngày càng chịu sự cạnh tranh mạnh mẽ từ xăng dầu nhập khẩu và sản xuất trong nước.

Dự án nâng cấp mở rộng nếu chậm tiến độ, có nguy cơ làm gia tăng chi phí và chất lượng sản phẩm không được nâng lên kịp thời.

Hiện tại, chất lượng sản phẩm của công ty sản xuất đáp ứng tiêu chuẩn khí thải Euro III, II, trong khi theo quy định của nhà nước, tiêu chuẩn xăng dầu trong nước ngày càng phải được nâng cao với tiêu chuẩn Euro IV, V. Do vậy, dự án nâng cấp và mở rộng là rất cấp thiết đối với sự phát triển trong những năm tới của công ty.

Mã cổ phiếu	Quốc gia	EPS T12M	P/B	P/E	EV/EBITDA T12M	Vốn hóa (triệu usd)
5021 JP Equity	Japan	27.59	0.7	7.25	10.86	1,842
GUJS IN Equity	India	17.71	3.62	11.94	6.82	1,702
300118 CH Equity	China	0.91	1.35	13.72		1,632
SDH MK Equity	Malaysia	0.27	2.99	16.05	12.73	1,511
SPRC TB Equity	Thailand	-0.66	1.11			1,377
MRPL IN Equity	India	1.94	0.87	25.41	6.97	1,230
658 HK Equity	Hong Kong	0.1	0.66	24.12	9.61	1,060
PTG TB Equity	Thailand	0.68	5.2	27.82	9.03	1,044
934 HK Equity	Hong Kong	0.5	0.67	6.55	11.29	1,020
3899 HK Equity	Hong Kong	0.44	1.29	9.64	5.76	1,191
1250 HK Equity	Hong Kong	0.02	0.54	5.07	7.7	714
Trung bình			1.13	10.03	8.97	
BSR VN	Vietnam		0.99	8.6	5.38	

Nguồn: Bloomberg, BSR, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (Upcom - BSR)



Bảng KQKD	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Key ratios	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	111,952	99,479	84,819	104,667	104,376	140,142	131,408	144,536	Hệ số lợi nhuận					
Giá vốn hàng bán	-106,914	-96,325	-81,009	-99,462	-98,704	-132,477	-124,213	-136,623	Biên lợi nhuận gộp	4.5%	3.2%	4.5%	5.0%	5.4%
Lợi nhuận gộp	5,038	3,154	3,810	5,206	5,671	7,664	7,195	7,912	EB/ITDA	6.5%	5.3%	6.9%	6.9%	7.3%
Doanh thu tài chính	630	504	504	454	408	368	368	368	Biên lợi nhuận ròng	3.2%	2.2%	3.2%	4.0%	4.4%
Chi phí tài chính	-809	-339	-230	-119	-52	-2,268	-2,041	-1,814	ROE	11.3%	6.6%	7.9%	11.2%	11.7%
Chi phí bán hàng	-750	-726	-636	-785	-783	-1,051	-986	-1,084	Hệ số tăng trưởng					
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-339	-378	-587	-450	-470	-631	-657	-723	Tăng trưởng doanh thu	38%	-11%	-15%	23%	0%
Lợi nhuận kinh doanh thuần	4,595	2,666	3,203	4,537	4,940	6,462	6,032	6,585	Tăng trưởng LNTT	-53%	-39%	24%	52%	11%
Lợi nhuận trước thuế	3,786	2,327	2,886	4,387	4,869	4,194	3,991	4,771	Tăng trưởng LNST	-54%	-38%	24%	52%	11%
Lợi nhuận sau thuế	3,557	2,211	2,742	4,168	4,626	3,985	3,791	4,532	Tăng trưởng EPS	-56%	-39%	21%	52%	11%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	3,706	2,261	2,742	4,168	4,626	3,985	3,791	4,532	Hệ số thanh khoản					
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-149	-50	0	0	0	0	0	0	Hệ số thanh toán hiện hành	1.8	2.1	2.3	2.1	1.9
									Hệ số thanh toán nhanh	1.1	1.4	1.6	1.3	1.1
									Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
									Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.7	0.5	0.4	0.7	1.1
									Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	5.7	7.9	13.9	38.1	95.9
									Hệ số định giá					
									Lợi suất cổ tức	na	na	6%	7%	10%
									EPS (VND)	1,195	729	884	1,344	1,492
									BVPS (VND)	10,083	10,797	11,181	11,925	12,680

Balance Sheet	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Tài sản ngắn hạn	24,036	24,486	23,379	22,527	19,142	25,024	26,813	33,131
Tài sản dài hạn	29,176	26,786	26,246	38,786	62,025	57,541	53,057	48,573
Tổng tài sản	53,212	51,272	49,625	61,313	81,167	82,565	79,870	81,704
Nợ phải trả	21,834	17,683	14,844	24,225	41,739	41,633	37,626	37,409
I. Nợ phải trả ngắn hạn	13,100	11,728	10,322	10,851	10,186	13,319	12,552	15,575
II. Nợ phải trả dài hạn	8,734	5,956	4,522	13,375	31,554	28,314	25,074	21,834
Vốn chủ sở hữu	31,378	33,589	34,780	37,088	39,428	40,933	42,244	44,296
Tổng nguồn vốn	53,212	51,272	49,625	61,313	81,167	82,565	79,870	81,704

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2017 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**



Macro outlook



Stock market outlook



Key investment themes



Stock picks